

# Informe sobre la Inflación

---

Enero – Marzo 2008



**BANCO DE MEXICO**

ABRIL, 2008



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

**Subgobernadores**

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜÉMEZ GARCÍA

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB



## **ADVERTENCIA**

*A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 29 de abril de 2008. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.*



## CONTENIDO

### Informe sobre la Inflación Enero - Marzo 2008

<b>1. Introducción .....</b>	<b>1</b>
<b>2. Evolución Reciente de la Inflación .....</b>	<b>3</b>
2.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2008 .....	3
2.2. Índice Nacional de Precios Productor .....	8
<b>3. Principales Determinantes de la Inflación .....</b>	<b>10</b>
3.1. Condiciones Externas .....	10
3.1.1. Actividad Económica Global .....	10
3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación .....	11
3.1.3. Mercados Financieros .....	16
3.1.4. Perspectivas.....	22
3.2. Oferta y Demanda Agregadas en México .....	23
3.2.1. Producción .....	23
3.2.2. Demanda Agregada .....	28
3.2.3. Empleo .....	33
3.2.4. Sector Externo .....	34
3.3. Costos y Precios .....	42
3.3.1. Salarios .....	42
3.3.2. Producto por Trabajador .....	44
3.3.3. Bienes y Servicios Administrados y Concertados .....	45
3.3.4. Materias Primas Alimenticias .....	46
3.3.5. Materias Primas Energéticas .....	52
3.3.6. Materias Primas Metálicas .....	53
3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios .....	54
3.4.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales.....	54
3.4.2. Agregados Monetarios y Financiamiento .....	55
<b>4. La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2008 .....</b>	<b>54</b>
<b>5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....</b>	<b>63</b>

### Lista de Recuadros

1. Evolución Reciente y Perspectivas del Mercado Petrolero Mundial .....	14
2. Debilidad de las Ventas Internas de Vehículos y la Importación de Vehículos .....	25
3. Evolución Reciente del Ingreso por Remesas Familiares.....	32
4. Incremento en los Valores Unitarios de las Importaciones de México de Insumos Agropecuarios y Alimentos.....	41
5. Consideraciones sobre la Inflación Global de Alimentos.....	49

6.	Ahorro Financiero de no Residentes en Instrumentos de M4.....	61
7.	Incremento en el Porcentaje del INPC con Variación Anual en sus Precios Mayor o Igual a 4 por ciento entre Enero de 2006 y Marzo de 2008 .....	67





## 1. Introducción

---

La información oportuna sugiere que el ritmo de crecimiento económico mundial se redujo durante el primer trimestre de 2008. La economía estadounidense se mantuvo débil a principios de este año, en tanto que el crecimiento del PIB en otros países avanzados parece haberse desacelerado. Por otra parte, la información disponible apunta a un crecimiento vigoroso en las economías emergentes en ese lapso, si bien existen indicios de cierta desaceleración en algunas de ellas. En este contexto, las proyecciones para el crecimiento de la economía mundial tanto para 2008 como para 2009 se han ajustado a la baja, especialmente para las economías avanzadas.

No obstante el menor crecimiento global, las presiones inflacionarias aumentaron durante el primer trimestre del año y los riesgos al alza se acentuaron, en buena medida debido al incremento de los precios de los alimentos y la energía. Entre las economías avanzadas, la inflación general registró cifras elevadas en Estados Unidos, en tanto que en la zona del euro se incrementó a su nivel más alto en 16 años. Cabe aclarar que, a pesar de estas presiones, las expectativas de inflación de largo plazo en estos países se han mantenido en general bien ancladas. El panorama inflacionario fue incluso más complicado durante el trimestre en muchas economías emergentes, ya que además de una mayor participación de los alimentos en sus canastas de consumo, algunos de estos países se vieron afectados por el fuerte crecimiento de la demanda interna. En general, ante una perspectiva de riesgos al alza para la inflación y a la baja para el crecimiento económico, se han acrecentado los retos para la implementación de la política monetaria a nivel global.

Durante los primeros meses de 2008 continuaron las presiones en los mercados financieros de diversas economías avanzadas. Los bancos centrales de estos países respondieron a esta situación mediante la implementación de diversas medidas, incluyendo la inyección de volúmenes importantes de recursos de corto plazo, el relajamiento de la política monetaria o pausas en el incremento de las tasas de interés de política. En particular, el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos puso en marcha distintas medidas para aumentar la liquidez, mejorar el funcionamiento de los mercados y apoyar la estabilidad del sistema financiero. Además, el objetivo para la tasa de fondos federales se redujo de manera importante. Estas acciones aliviaron, en cierto grado, las tensiones en los mercados financieros. Sin embargo, la incertidumbre en los mercados financieros de Estados Unidos y otras economías avanzadas continuó, reflejándose en la persistencia de tasas de interés interbancarias elevadas y en una mayor astringencia de las condiciones crediticias.

Si bien la turbulencia en los mercados financieros de las economías avanzadas resultó en una ampliación de los márgenes para la colocación de deuda de las economías emergentes durante el trimestre, dicho aumento fue menor al observado en otros episodios de volatilidad experimentados en el pasado.

Durante el primer trimestre de 2008, se estima que el PIB habrá crecido alrededor de 3 por ciento anual. Una vez que las cifras se ajustan por estacionalidad, el incremento anual del PIB habrá sido cercano a 4 por ciento en ese periodo. A este resultado contribuyeron diversos factores que permitieron que

la evolución de la economía no se viera afectada en mayor magnitud por la disminución del crecimiento de la economía de Estados Unidos. Entre otros, destacan tanto la trayectoria reciente del gasto público, como el hecho de que el impacto del menor ritmo de expansión de la economía estadounidense sobre las exportaciones no petroleras se ha visto contrarrestado por el dinamismo de la exportaciones a otros países y por el aumento de las ventas automotrices al exterior.

A pesar de ello, es importante reconocer que existen ciertos elementos que sugieren que los riesgos de una mayor desaceleración en el resto del año se han incrementado. Destaca dentro de éstos la posibilidad de una disminución más profunda o duradera del ritmo de expansión de la economía estadounidense, lo que podría impactar tanto a las exportaciones de mercancías, como a los flujos de remesas. También existen factores internos de riesgo, como lo son el menor crecimiento de los indicadores de masa salarial en términos reales, la disminución del ritmo de generación de empleos, la desaceleración del financiamiento al consumo y, en general, el deterioro de los indicadores de confianza y de clima de negocios.

La inflación promedio anual durante el primer trimestre del año se situó dentro del rango previsto por el Banco de México, si bien la inflación general anual mostró un repunte en marzo. Por una parte, en los últimos meses se han venido materializando algunos de los riesgos al alza previstos por el Instituto Central. Entre éstos destacan dos: primero, durante los primeros meses de 2008 continuaron las tendencias alcistas de las cotizaciones de los granos, de los energéticos, del cobre y del acero; segundo, los precios del jitomate y del tomate verde se han elevado de manera considerable, lo que se estima incidirá sobre la inflación en los siguientes dos trimestres. Por otra, la entrada en vigor del nuevo régimen fiscal impactó los costos de algunas empresas, por lo que es probable que esté incidiendo en sus procesos de revisión de precios. De esta forma, se esperan niveles de inflación superiores en los próximos meses. En consecuencia, el Banco de México ha decidido modificar al alza sus previsiones para la inflación, recorriendo en 50 puntos base el rango previsto para la inflación promedio trimestral en cada uno de los trimestres restantes de 2008, y en 25 puntos base el correspondiente al primer trimestre de 2009. Los rangos previstos para la inflación en los trimestres restantes de 2009 quedaron inalterados. Los detalles de esta previsión se describen en la última sección de este Informe.

La combinación de mayores presiones inflacionarias en el mundo y en México, en un entorno en el que han aumentado los riesgos para la economía mexicana asociados a la mayor probabilidad de recesión en Estados Unidos, han conformado una situación particularmente compleja para la conducción de la política monetaria en México. En este contexto, es importante reiterar que, a pesar de que la inflación observó un repunte en marzo, conduciendo a una elevación en las expectativas de inflación de corto plazo, tanto los salarios como las expectativas de inflación para plazos mayores no muestran actualmente señales de una contaminación. El Banco de México continuará vigilando la evolución del balance de riesgos. En particular, mantendrá un estrecho seguimiento de los efectos que puedan tener sobre los precios, en el horizonte relevante para la política monetaria, las presiones inflacionarias de origen externo, la desaceleración de la actividad económica en México, y la mayor astringencia crediticia (y monetaria relativa) atribuible a las consecuencias de la turbulencia financiera mundial. Todo ello con miras al cumplimiento de la meta de inflación en los tiempos previstos.

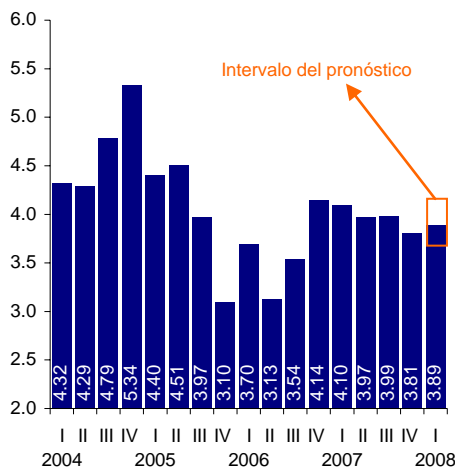
## 2. Evolución Reciente de la Inflación

### 2.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2008

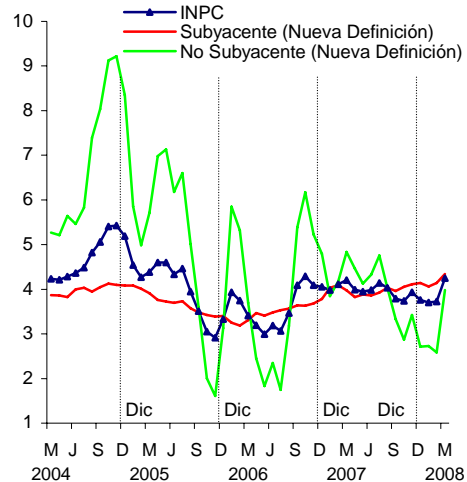
El promedio de la inflación general anual durante el primer trimestre de 2008 fue de 3.89 por ciento, resultado que se ubica dentro del intervalo de 3.75 a 4.25 por ciento para el periodo referido que se proyectó en el Informe sobre la Inflación Octubre - Diciembre de 2007. Este resultado implicó un aumento de 0.08 puntos porcentuales con relación al dato comparable de 3.81 por ciento que alcanzó este indicador durante el cuarto trimestre de 2007 (Gráfica 1 y Cuadro 1).

**Gráfica 1**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**

a) INPC y Previsión Publicada en el Informe sobre la Inflación Octubre-Diciembre 2007  
Variación anual promedio en por ciento



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



En enero y febrero de 2008 la inflación general anual registró niveles de 3.70 y 3.72 por ciento, respectivamente. En marzo este indicador repuntó, alcanzando 4.25 por ciento. En términos generales, el alza que se presentó al final del trimestre fue influida por los siguientes factores:

- La evolución de los precios internacionales de diversas materias primas: alimentos (maíz, trigo y soya); metales (acero y cobre); y, energéticos (gas natural, turbosina y combustóleo), según se detalla en las Secciones 3.3.4, 3.3.5 y 3.3.6.
- Aumentos en las cotizaciones de algunos productos agropecuarios (jitomate, tomate verde, huevo y pollo).
- Fin del programa de descuentos sobre precios de diversos productos que ofrecieron las tiendas de autoservicio al inicio del año.

Adicionalmente, es probable que la entrada en vigor del Impuesto Empresarial a Tasa Única (IETU) haya impactado los costos de operación de algunas empresas, por lo que podría estar incidiendo sobre sus procesos de revisión de precios.

**Cuadro 1**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes**

	Variación Anual por ciento				Variación Anual Promedio por ciento	
	Dic-2007	Ene-2008	Feb-2008	Mar-2008	Trim IV 2007	Trim I 2008
	<b>INPC</b>	<b>3.76</b>	<b>3.70</b>	<b>3.72</b>	<b>4.25</b>	<b>3.81</b>
<b>Subyacente (Nueva Definición)</b>	<b>4.14</b>	<b>4.06</b>	<b>4.14</b>	<b>4.34</b>	<b>4.10</b>	<b>4.18</b>
<b>Mercancías</b>	<b>4.52</b>	<b>4.30</b>	<b>4.39</b>	<b>4.71</b>	<b>4.51</b>	<b>4.47</b>
<b>Alimentos</b>	<b>7.52</b>	<b>6.90</b>	<b>7.06</b>	<b>7.66</b>	<b>7.57</b>	<b>7.21</b>
Productos lácteos <sup>1/</sup>	11.92	12.34	12.06	11.98	12.31	12.13
Productos de trigo <sup>2/</sup>	10.93	11.13	9.97	10.33	10.25	10.47
Productos de soya <sup>3/</sup>	16.11	17.76	21.57	26.66	13.67	22.01
<b>Resto de mercancías</b>	<b>2.26</b>	<b>2.32</b>	<b>2.35</b>	<b>2.46</b>	<b>2.22</b>	<b>2.38</b>
<b>Servicios (Nueva Definición)</b>	<b>3.80</b>	<b>3.84</b>	<b>3.91</b>	<b>4.01</b>	<b>3.73</b>	<b>3.92</b>
<b>Vivienda</b>	<b>3.01</b>	<b>3.13</b>	<b>3.28</b>	<b>3.34</b>	<b>3.05</b>	<b>3.25</b>
Vivienda propia	2.62	2.75	3.04	3.13	2.62	2.98
<b>Educación</b>	<b>5.68</b>	<b>5.83</b>	<b>5.71</b>	<b>5.70</b>	<b>5.67</b>	<b>5.75</b>
<b>Resto de servicios</b>	<b>3.94</b>	<b>3.86</b>	<b>3.90</b>	<b>4.09</b>	<b>3.72</b>	<b>3.95</b>
Transporte aéreo	3.46	5.69	7.29	9.50	0.25	7.48
Servicios turísticos en paquete	2.68	1.79	2.81	2.38	0.05	2.33
<b>No Subyacente (Nueva Definición)</b>	<b>2.71</b>	<b>2.73</b>	<b>2.58</b>	<b>3.99</b>	<b>3.00</b>	<b>3.10</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>3.42</b>	<b>3.42</b>	<b>1.87</b>	<b>4.36</b>	<b>2.90</b>	<b>3.22</b>
<b>Frutas y Verduras</b>	<b>0.15</b>	<b>0.39</b>	<b>-2.80</b>	<b>1.07</b>	<b>-1.25</b>	<b>-0.44</b>
Jitomate	4.64	12.18	-0.67	79.37	-17.65	24.12
Tomate verde	-47.74	-7.27	90.00	139.27	-47.36	69.61
<b>Pecuarios</b>	<b>5.77</b>	<b>5.55</b>	<b>5.09</b>	<b>6.62</b>	<b>5.90</b>	<b>5.75</b>
Huevo	17.88	17.17	19.23	23.49	18.47	19.98
Carne de res	2.82	2.67	1.38	1.52	2.99	1.85
Carne de ave	7.78	6.85	6.60	10.17	8.46	7.87
<b>Administrados y Concertados</b>	<b>2.37</b>	<b>2.39</b>	<b>2.93</b>	<b>3.80</b>	<b>3.06</b>	<b>3.04</b>
<b>Administrados</b>	<b>3.41</b>	<b>3.35</b>	<b>3.96</b>	<b>4.90</b>	<b>4.30</b>	<b>4.07</b>
Gasolina bajo octanaje	4.79	4.86	5.02	3.74	5.37	4.54
Gasolina alto octanaje	5.65	5.94	6.30	5.62	7.91	5.95
Electricidad	3.00	4.14	5.38	6.26	4.80	5.25
Gas doméstico	1.76	0.10	0.61	4.61	1.72	1.75
<b>Concertados</b>	<b>1.26</b>	<b>1.39</b>	<b>1.84</b>	<b>2.65</b>	<b>1.77</b>	<b>1.96</b>
<b>Subyacente (Definición Anterior)</b>	<b>4.00</b>	<b>3.90</b>	<b>4.00</b>	<b>4.22</b>	<b>3.96</b>	<b>4.04</b>
<b>Servicios (Definición Anterior)</b>	<b>3.43</b>	<b>3.46</b>	<b>3.56</b>	<b>3.69</b>	<b>3.36</b>	<b>3.57</b>
<b>No Subyacente (Definición Anterior)</b>	<b>3.27</b>	<b>3.30</b>	<b>3.16</b>	<b>4.31</b>	<b>3.50</b>	<b>3.59</b>

1/Los productos lácteos en el INPC son los siguientes: Leche pasteurizada y fresca; Leche en polvo; Leche evaporada; condensada y maternizada; Queso fresco; Yogurt; Queso Oaxaca o asadero; Crema de leche; Queso Manchego o Chihuahua; Otros quesos; Helados; Queso amarillo; y, Mantequilla.

2/Los productos de trigo en el INPC son los siguientes: Pan dulce; Pan blanco; Pan de caja; Pastelillos y pasteles; Pasta para sopa; Galletas populares; Tortillas de harina de trigo; Otras galletas; Harinas de trigo; y, Cereales en hojuelas.

3/Los productos en el INPC relacionados con la soya; son los siguientes: Aceites y grasas vegetales comestibles; Papas fritas y similares; y, Mayonesa y mostaza.

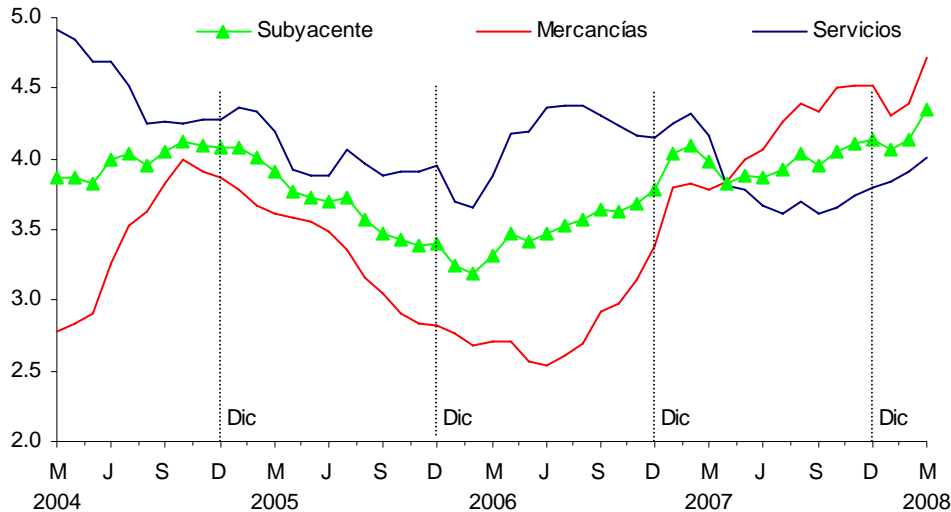
Los elementos anteriores afectaron la evolución de los índices subyacente y no subyacente del INPC (ambos expresados en su nueva definición),<sup>1</sup> los cuales mostraron tasas de inflación promedio más elevadas en el primer trimestre de 2008 respecto del trimestre previo.

La inflación subyacente anual promedio aumentó de 4.10 a 4.18 por ciento del cuarto trimestre de 2007 al primero de 2008. Al igual que en el caso de la inflación general, las cifras de este indicador para cada mes del trimestre

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

mostraron una evolución creciente. La trayectoria referida se observó tanto en el subíndice de los servicios, como en el de las mercancías (Gráfica 2).

**Gráfica 2**  
**Subíndice de Precios Subyacente (Nueva Definición)<sup>1/</sup>**  
**Variación anual en por ciento**



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

Por lo que se refiere al subíndice subyacente de los servicios, su variación promedio anual aumentó de 3.73 a 3.92 por ciento del cuarto trimestre de 2007 al primero de 2008. En particular, la tasa de crecimiento anual promedio que registró el subíndice de la vivienda pasó de 3.05 a 3.25 por ciento en el mismo periodo (Gráfica 3a). Ello obedeció, en gran medida, al alza en el Índice del Costo de la Construcción Residencial, que se elevó de 3.04 a 7.16 por ciento de diciembre de 2007 a marzo de 2008. Los materiales para la construcción con los mayores aumentos en sus precios fueron los productos de alambre y los accesorios eléctricos, cuyas tasas de inflación anual pasaron de -3.76 a 22.11 por ciento en el primer caso, y de 0.52 a 15.02 por ciento en el segundo, en los meses señalados (Gráfica 3b).<sup>2</sup>

Adicionalmente, de diciembre de 2007 a marzo de 2008, la variación anual del subíndice subyacente del resto de los servicios (distintos a la vivienda y a la educación) pasó de 3.94 a 4.09 por ciento. En buena medida, esto fue determinado por el incremento en las tarifas aéreas, que fueron impactadas por la trayectoria alcista de los precios de la turbosina.<sup>3</sup> La tasa de inflación de dicho energético pasó de 44.28 por ciento al cierre de 2007, a 76.15 por ciento en marzo de 2008. Por otra parte, es probable que al haber encontrado el mercado de la transportación aérea un nuevo equilibrio en cuanto al número de participantes (después del ingreso de las aerolíneas de bajo costo), las tarifas aéreas ya no han presentado los descuentos a los que en un momento dado estuvieron sujetas. Cabe señalar que ello da lugar a un efecto de base, al

<sup>2</sup> Los precios del alambre y accesorios eléctricos se determinan, en gran medida, por el comportamiento de los precios internacionales del cobre y del acero. En la Sección 3.3.6 se describe la evolución que tuvieron las cotizaciones internacionales de los metales durante el trimestre objeto de este Informe.

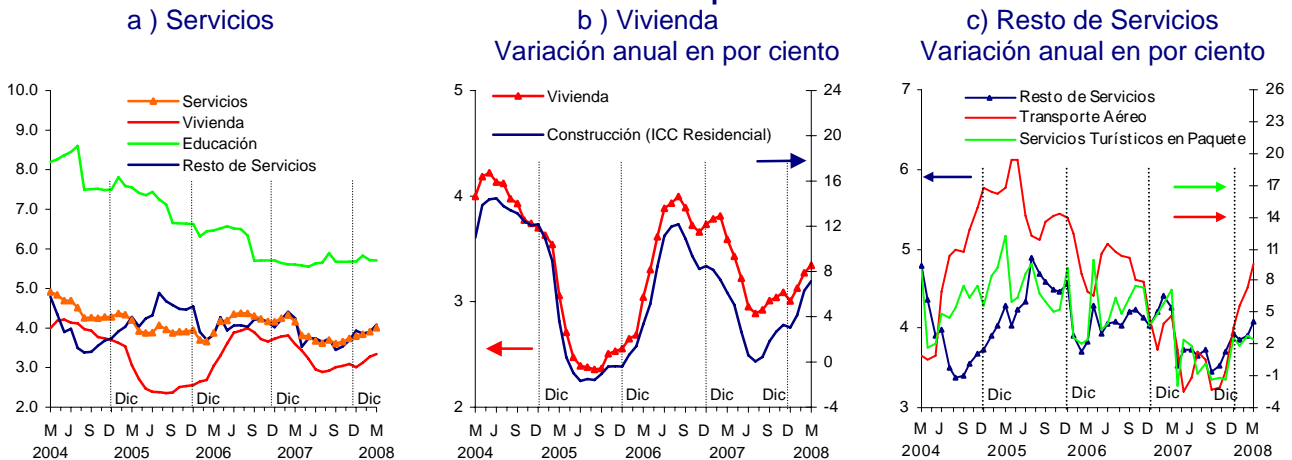
<sup>3</sup> En la sección 3.3.5 se presenta el comportamiento de los precios de la turbosina.

comparar tarifas más elevadas en 2008 con relación a los niveles más reducidos de éstas registrados el año anterior. Por lo que toca a los servicios turísticos en paquete, se observó que después de Semana Santa algunas tarifas de hotel, así como los pasajes de autobús foráneo y aéreo, no regresaron a los niveles de precio que mostraban antes de la temporada vacacional (Gráfica 3c).

Al cierre del primer trimestre de 2008, la variación anual del subíndice subyacente de las mercancías se situó en 4.71 por ciento (en diciembre de 2007 fue 4.52 por ciento). Por lo que toca a sus componentes, el grupo de los alimentos procesados alcanzó una tasa de crecimiento de sus cotizaciones de 7.66 por ciento, en tanto que la del resto de las mercancías resultó de 2.46 por ciento, ambas cifras en marzo de 2008 (los datos comparables al cierre de 2007 fueron 7.52 y 2.26 por ciento, respectivamente, Gráfica 4a).

En enero de 2008 la inflación subyacente de los alimentos disminuyó con relación al mes previo, debido principalmente a la menor tasa de variación anual de los precios de la tortilla.<sup>4</sup> Posteriormente, la tasa de variación de este subíndice aumentó como consecuencia de revisiones en los precios de los productos derivados de la leche, de la soya y del trigo (Gráfica 4b).<sup>5</sup> Cabe destacar que, las funciones de densidad de las inflaciones anuales de los 67 genéricos que integran al subíndice de los alimentos procesados se han venido desplazando hacia niveles más elevados. Como se muestra en la Gráfica 5, donde se comparan de enero a marzo las medias de las citadas funciones de densidad para 2007 y 2008, se observa que la brecha de las inflaciones se ha venido ampliando, de 0.73 puntos porcentuales, a 1.74 puntos en esos tres meses.

**Gráfica 3**  
**Subíndice de Precios Subyacente de Servicios (Nueva Definición)<sup>1/</sup>**  
**Variación anual en por ciento**

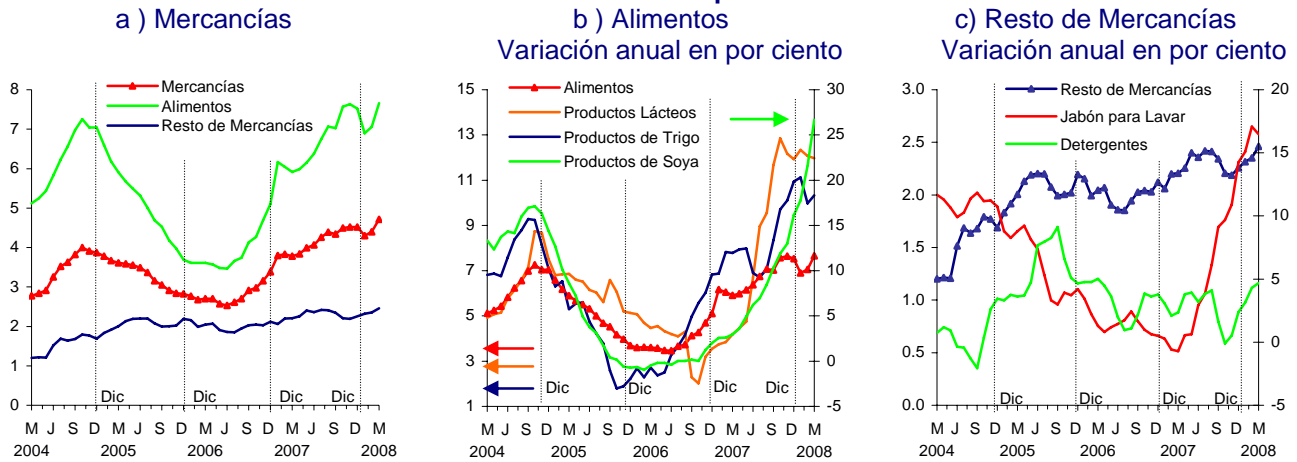


<sup>1/</sup>El Banco de México adoptó una nueva definición de inflación subyacente a partir de enero de 2008. Ver Informe sobre la Inflación de Julio-Septiembre de 2007, Anexo 1 págs. 53-58.

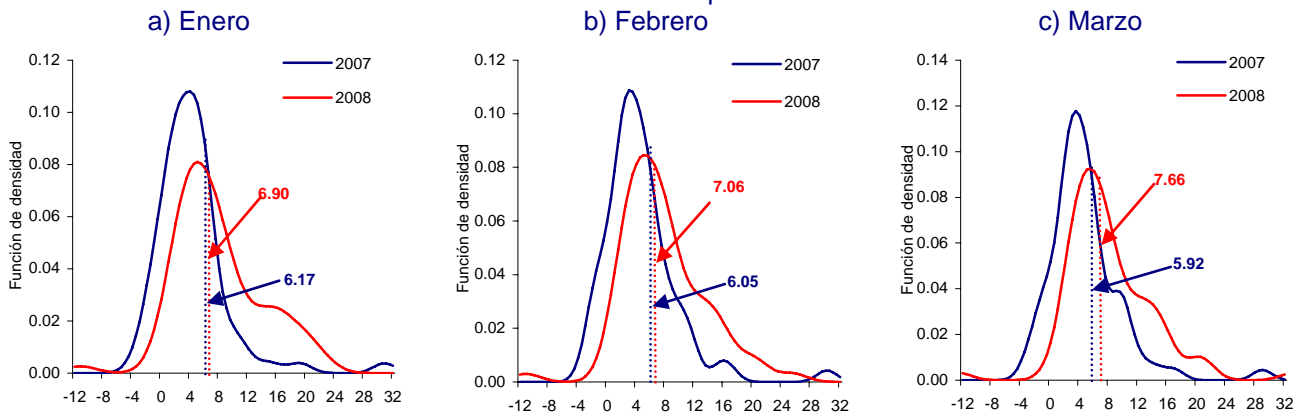
<sup>4</sup> Entre diciembre de 2007 y marzo de 2008, la inflación anual de este genérico se redujo de 5.60 a 1.87 por ciento. Cabe recordar que en igual periodo del año anterior, dicha tasa se elevó de 13.82 por ciento en diciembre de 2006 a 19.13 por ciento en enero de 2007, para finalmente situarse en 14.31 por ciento en marzo.

<sup>5</sup> En la Sección 3.3.4 se describe la trayectoria de los precios internacionales de las materias primas alimenticias.

**Gráfica 4**  
**Subíndice de Precios Subyacente de Mercancías**  
**Variación anual en por ciento**



**Gráfica 5**  
**Densidad de las Inflaciones Anuales<sup>1/</sup>**  
**de los Genéricos del Subíndice Subyacente de Alimentos**  
**Variación anual en por ciento**



1/ Las gráficas representan funciones de densidad calculadas para ajustar los datos de las inflaciones anuales de los genéricos que integran el subíndice subyacente de alimentos. Las funciones de densidad son estimadas a partir del método no paramétrico de Suavizamiento de Kernel (*Kernel Smoothing*). Para construir una función de densidad bajo este método se realiza lo siguiente: i) se utilizan los datos de las inflaciones anuales de los genéricos del subíndice subyacente de alimentos para generar un intervalo de datos de manera que la inflación más alta y la más baja se encuentran dentro de los límites superior e inferior de éste; ii) el intervalo referido se divide en un número de puntos (tal que permita una figura continua de la función de densidad), a los que se les asocia una probabilidad; y, iii) la probabilidad asociada a cada punto del rango se calcula a través de la evaluación de una función Kernel alrededor de cada núcleo normal (cada observación de la muestra representa un núcleo). Finalmente, la función de densidad es la suma acumulada de cada Kernel asociado a la inflación de los genéricos considerados. Las funciones de densidad que se presentan en el resto de este Informe se estimaron utilizando el método descrito.

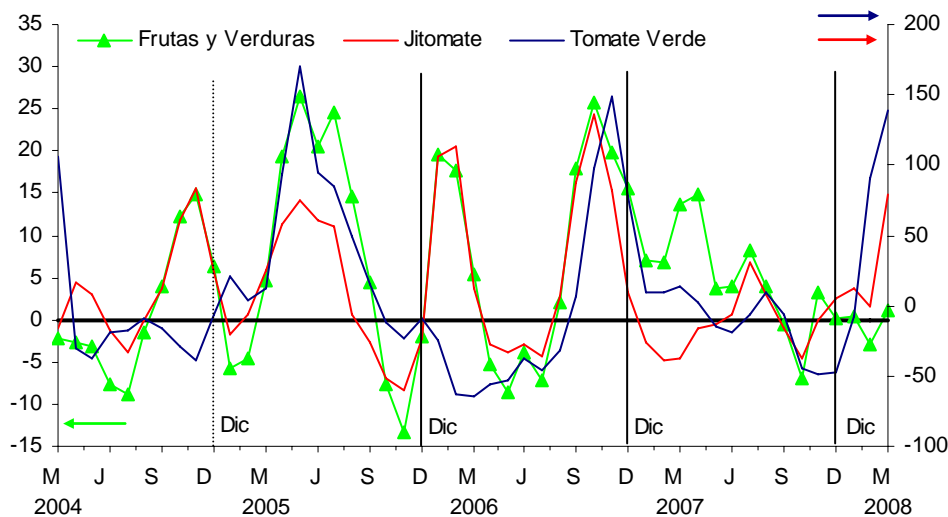
El subíndice de precios del resto de las mercancías (no alimenticias) mostró una inflación creciente en los primeros tres meses del año, influida por la trayectoria de algunos artículos para la limpieza en el hogar como jabón para lavar y detergentes (Gráfica 4c). En suma, el alza en los precios de las mercancías estuvo influida, en gran parte, por las cotizaciones de las materias primas en los mercados internacionales, así como posiblemente por el término del programa de descuentos que ofrecieron las tiendas de autoservicio al inicio del año, que comprendió 51 artículos de la despensa familiar.

El índice de precios no subyacente (nueva definición) registró una variación anual promedio de 3.10 por ciento durante el primer trimestre de 2008,

con relación a una cifra de 3.00 por ciento observada el trimestre previo (Cuadro 1). En el primer bimestre del año, la tasa de variación anual de este indicador fue relativamente reducida, debido al comportamiento tanto del subíndice de precios de los productos agropecuarios, como del de los bienes y servicios administrados y concertados. Sin embargo, dicha tasa repuntó en marzo influida por las trayectorias de los cuatro subíndices que lo conforman: frutas y verduras, pecuarios, administrados y concertados (en la Sección 3.3.2 se detalla el comportamiento de los últimos dos subíndices mencionados).

La tasa de crecimiento anual del subíndice de los productos agropecuarios al cierre del primer trimestre de 2008 fue 4.36 por ciento, cifra 0.94 puntos porcentuales mayor a la observada al finalizar el trimestre previo (3.42 por ciento). Este aumento fue consecuencia de la evolución de las cotizaciones de algunas frutas y verduras, entre las que destacaron el jitomate y el tomate verde (Gráfica 6). Ello se debió a dos factores: primero, una baja base de comparación debido a los menores niveles de precios que se registraron en el primer trimestre de 2007; y segundo, a que al inicio de la cosecha del ciclo invernal de Sinaloa se presentaron lluvias esporádicas y clima frío que afectaron la maduración de estas hortalizas, así como a una cuantiosa exportación de jitomate a los Estados Unidos en marzo. Así, las variaciones anuales de los precios del jitomate y del tomate verde al cierre del primer trimestre de 2008 alcanzaron respectivamente 79.37 y 139.27 por ciento, cifras que contrastan con las que se registraron en diciembre de 2007 (4.64 y -47.74 por ciento). Por otra parte, las cotizaciones del huevo y del pollo también contribuyeron al alza del indicador no subyacente en marzo. Esto último podría asociarse, entre otros factores, al encarecimiento de los alimentos balanceados para ave.

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



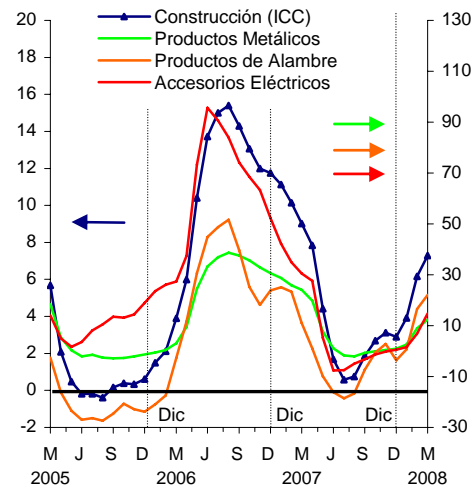
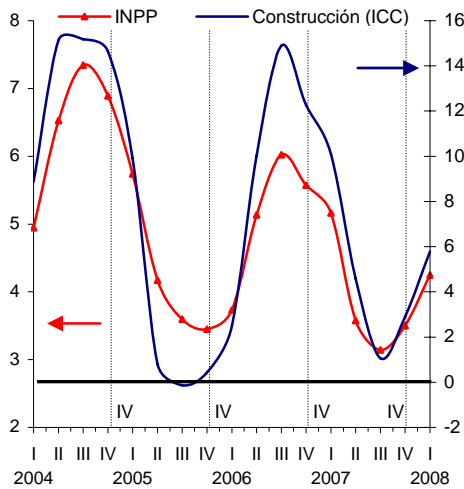
## 2.2. Índice Nacional de Precios Productor

El Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de mercancías y servicios finales, excluyendo petróleo, registró una variación promedio anual de 4.25 por ciento durante el primer trimestre de 2008, mientras que en el trimestre



previo dicha cifra fue 3.50 por ciento (en marzo de 2008, la variación anual de este indicador se ubicó en 4.59 por ciento, Gráfica 7). Cabe señalar que el resultado de la inflación medida por el INPP fue influido de manera importante por la contribución que tuvieron en el Índice del Costo de la Construcción (ICC) el crecimiento de los precios de los productos de alambre, los productos metálicos y los accesorios eléctricos.

**Gráfica 7**  
**Índice Nacional de Precios Productor Excluyendo Petróleo y Componentes Seleccionados**  
 a) INPP sin Petróleo  
 Variación anual en por ciento  
 b) Índice del Costo de Construcción  
 Variación anual en por ciento



## 3. Principales Determinantes de la Inflación

### 3.1. Condiciones Externas

La información oportuna sugiere que la actividad económica global perdió vigor en el primer trimestre de 2008. En particular, después de la fuerte desaceleración que mostró en los últimos meses de 2007, la economía de Estados Unidos se mantuvo débil en el periodo enero-marzo. Por su parte, el crecimiento en otras economías avanzadas se habría desacelerado en el primer trimestre. Las economías emergentes continuaron creciendo a un fuerte ritmo, si bien la actividad económica parece haber empezado a desacelerarse en algunos países. A pesar del menor ritmo de crecimiento global, las presiones inflacionarias se acentuaron durante el primer trimestre en buena medida debido al aumento de los precios de los alimentos y la energía, aunque también influyó, en el caso de varios países emergentes, la expansión de la demanda interna. Las presiones en los mercados financieros de diversas economías avanzadas, y especialmente de Estados Unidos, continuaron en el periodo enero-marzo. El Banco de la Reserva Federal respondió a esta situación con medidas para aumentar la liquidez y apoyar la estabilidad del sistema financiero. Estas acciones aliviaron en cierta medida las tensiones; sin embargo, la situación se mantuvo difícil y el panorama incierto.

#### 3.1.1. Actividad Económica Global

El ritmo de actividad económica en Estados Unidos disminuyó de manera importante a finales de 2007. Después de haber registrado una tasa trimestral anualizada de 4.9 por ciento en el periodo julio-septiembre, el crecimiento del PIB se redujo a 0.6 por ciento en el cuarto trimestre (a tasa anual, las cifras fueron 2.8 y 2.5 por ciento, respectivamente). Tal evolución obedeció fundamentalmente al debilitamiento de la demanda interna. El consumo privado perdió fortaleza, la inversión no residencial se desaceleró y la inversión residencial se contrajo por octavo trimestre consecutivo. De esta forma, la caída de la inversión residencial de su máximo reciente en el cuarto trimestre de 2005 al cierre de 2007 llegó a 29 por ciento. El ajuste de inventarios también incidió negativamente en el crecimiento del PIB. Por otra parte, el déficit comercial disminuyó nuevamente en el cuarto trimestre de 2007. En ausencia de esta contracción del déficit externo, el crecimiento del PIB habría registrado una cifra negativa.

La información oportuna sugiere que la actividad económica continuó débil durante el primer trimestre de 2008. En el desempeño de la economía estadounidense siguió influyendo el desplome de la inversión residencial. Además, el crecimiento del gasto real en consumo habría disminuido ante la contracción del empleo, el deterioro de la confianza de los consumidores, el endurecimiento de las condiciones crediticias y el impacto de la crisis en el mercado inmobiliario sobre la situación financiera de las familias, entre otros factores. Por otra parte, tanto la información sobre pedidos y envíos de bienes de capital, como la referente al gasto en construcción no residencial, apuntan a un crecimiento moderado de la inversión no residencial. La información por el lado de la oferta confirma este panorama de lasitud. En particular, la producción industrial cayó en el primer trimestre en 0.1 por ciento a tasa trimestral

anualizada, en tanto que la creación de empleos en el sector no agrícola arrojó cifras negativas en los tres primeros meses del año. Todo lo anterior sugiere una tasa de crecimiento del PIB muy baja en el periodo enero-marzo de 2008.

En general, se espera que la debilidad de la actividad económica en Estados Unidos continúe hasta el segundo trimestre. Según la Reserva Federal, el PIB no crecerá mucho en el primer semestre de 2008 e inclusive podría contraerse ligeramente. Por otra parte, se espera que la economía comience a recuperarse a partir del periodo julio-septiembre, apoyada por el estímulo fiscal y monetario implementado por las autoridades. Además del paquete de estímulo fiscal de alrededor de 1 por ciento del PIB aprobado por el Congreso estadounidense, cuyos efectos se espera que empiecen a sentirse en la segunda parte del año, el Banco de la Reserva Federal puso en marcha diversas medidas para estabilizar los mercados financieros, e introdujo durante el primer trimestre recortes a la tasa de fondos federales por un total de 200 puntos base (ver sección 3.1.3 de este Informe).

En la zona del euro, la tasa de crecimiento trimestral anualizada del PIB se redujo a 1.6 por ciento (2.2 por ciento tasa anual) en el periodo octubre-diciembre de 2007. Para los primeros meses de 2008, los índices de gerentes de compras para los sectores industrial y de servicios, así como las ventas al menudeo y los indicadores de confianza de las empresas y de los consumidores, sugieren un ritmo de crecimiento moderado. En contraste con lo observado en otros países avanzados, el crecimiento de la economía de Japón se fortaleció en el último trimestre de 2007, registrando una tasa trimestral anualizada de 3.5 por ciento (2.0 por ciento a tasa anual). Sin embargo, el ritmo de crecimiento parece haberse desacelerado durante el periodo enero-marzo de 2008, debido principalmente a la caída de la inversión residencial y a los efectos adversos sobre la actividad económica de los elevados precios de la energía y diversos insumos.

La actividad económica en las economías emergentes continuó en general mostrando vigor durante el primer trimestre de 2008, si bien en algunos países se observaron indicios de un menor crecimiento. En China, después de alcanzarse una expansión anual de 11.2 por ciento en los últimos tres meses de 2007, el ritmo de crecimiento del PIB disminuyó a 10.6 por ciento en el primer trimestre de 2008, en parte reflejando un menor crecimiento de las exportaciones. En la India, el crecimiento del PIB se moderó ligeramente a 8.4 por ciento anual en el cuarto trimestre de 2007 (8.9 por ciento en el tercero), y la información oportuna apunta a una continuación de esta tendencia en el primer trimestre de 2008. En América Latina, el PIB creció en 5.6 por ciento en 2007. Así, la región registró durante el periodo 2004-2007 el crecimiento más vigoroso para un periodo de cuatro años desde los setenta. No obstante, para 2008, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta un menor crecimiento del PIB, de alrededor de 4.4 por ciento.

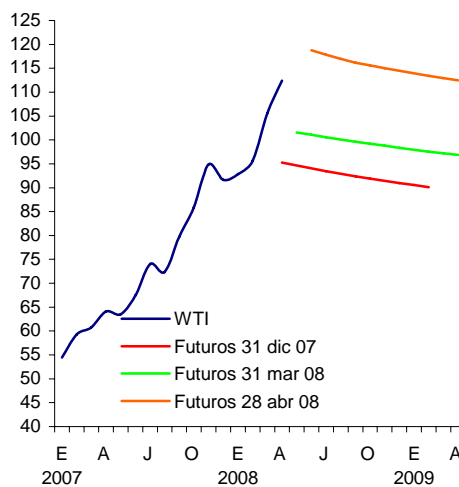
### 3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación

Los precios del petróleo crudo mostraron una tendencia alcista acompañada de una elevada volatilidad en los primeros meses de este año (Gráfica 8). Después de una caída durante enero y principios de febrero, los precios del crudo tipo West Texas International (WTI) reanudaron su tendencia al alza, alcanzando un nivel de 110 dólares por barril el 13 de marzo, para luego

acabar el trimestre ligeramente por debajo de 102 dólares por barril (alrededor de 6 dólares por encima del cierre del año pasado). Así, el precio del WTI registró un promedio de 97.9 dólares por barril en el primer trimestre de 2008, 7.4 dólares por encima de la cifra correspondiente al trimestre anterior. En abril, el precio del crudo mostró nuevamente una tendencia al alza, alcanzando un máximo histórico de 119.7 dólares el 25 de ese mes. Entre los determinantes de la significativa volatilidad de los precios del crudo destacan la incertidumbre sobre las condiciones de oferta y demanda, factores geopolíticos y una importante actividad de inversión especulativa en el mercado de futuros motivada por la depreciación del dólar y por mayores presiones inflacionarias (Recuadro 1).<sup>6, 7</sup>

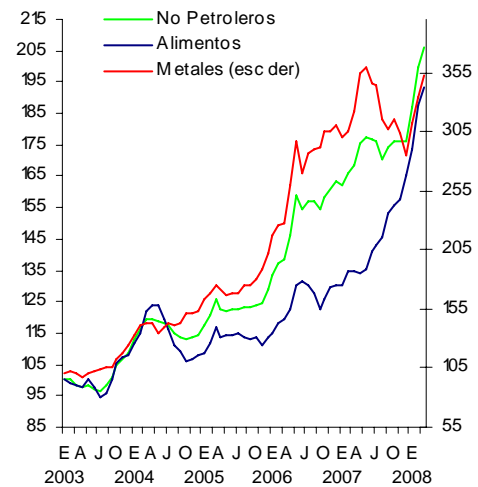
**Gráfica 8**  
**Precios de Productos Primarios**

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



Fuente: Bloomberg.

b) Precios de Productos Primarios  
Índices Ene 2003=100



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

El índice de precios de los productos primarios no petroleros elaborado por el FMI aumentó durante el primer trimestre 19.5 por ciento a tasa anual, ritmo mayor al observado en el trimestre anterior (9.6 por ciento). El incremento del índice continuó reflejando principalmente la trayectoria del componente de alimentos, cuya tasa de crecimiento anual pasó de 24.3 por ciento en el cuarto trimestre de 2007, a 38.6 por ciento en el primero de 2008. Cabe hacer notar que de septiembre de 2006 a marzo de 2008, los precios de los alimentos se incrementaron en 57.2 por ciento. Lo anterior ha reflejado en buena medida el fuerte crecimiento de la demanda en las economías emergentes, del cual se deriva la mayor parte del aumento del consumo de productos primarios en años recientes. Además, la demanda relacionada a la producción de bio-combustibles, la introducción de restricciones comerciales en algunos países productores, la debilidad del dólar y condiciones climáticas adversas, entre otros factores, han

<sup>6</sup> La depreciación del dólar, la disminución de las tasas de interés en Estados Unidos y las mayores presiones inflacionarias en ese país han afectado el rendimiento real de los activos financieros denominados en dólares. Lo anterior, combinado con las presiones que se observan en los mercados crediticios mundiales, han hecho más atractivo para los inversionistas participar en el mercado de futuros del petróleo.

<sup>7</sup> A finales de abril, el precio del crudo resintió también de manera importante los efectos de una huelga en una refinería en Escocia y de una huelga y ataques a instalaciones petroleras en Nigeria.

impulsado los precios de los principales granos. Por otra parte, las cotizaciones internacionales de los metales aumentaron 7.9 por ciento a tasa anual en el periodo enero-marzo, después de caer 1.9 por ciento en el trimestre anterior.<sup>8</sup>

Principalmente como resultado de las presiones derivadas de los aumentos de los precios de los alimentos y la energía, la inflación en las economías avanzadas se mantuvo elevada, e incluso repuntó en varias de ellas durante el primer trimestre de 2008. En Estados Unidos, la inflación general al consumidor se ubicó en marzo en 4.0 por ciento anual, lo que se compara desfavorablemente con una cifra de 2.0 por ciento en agosto del año anterior (mes en el que la inflación registró la cifra más baja en 2007). En su mayor parte esto fue resultado del fuerte incremento de los precios de la energía y otros productos primarios, así como de los efectos de la depreciación del dólar sobre los precios de las importaciones. A pesar de la desaceleración de la demanda interna y la caída del empleo, la inflación subyacente al consumidor se mantuvo relativamente elevada. Ésta fue de 2.4 por ciento a tasa anual en marzo de este año, mismo nivel que el observado a finales de 2007. En este contexto, la incertidumbre sobre el curso futuro de la inflación se ha acentuado, lo que ha sido motivo de preocupación para la Reserva Federal. No obstante, las autoridades monetarias esperan que la inflación se modere en los próximos meses, y que las expectativas de inflación de largo plazo se mantengan ancladas en un nivel ligeramente por encima de 2.0 por ciento.

En la zona del euro, las presiones inflacionarias se incrementaron durante los primeros meses del año, fundamentalmente como resultado de los aumentos de los precios de los alimentos y la energía. La tasa de inflación general al consumidor registró una cifra anual de 3.6 por ciento en marzo, la mayor desde junio de 1992. Además, el Banco Central Europeo (BCE) considera que los riesgos para la inflación son al alza y que el periodo de inflación elevada será más prolongado que lo originalmente previsto. En Japón, la inflación general al consumidor mostró cierta tendencia al alza en el trimestre, alcanzando en marzo de 2008 una tasa anual de 1.2 por ciento.

Durante el periodo enero-marzo, las presiones inflacionarias en las economías emergentes fueron aun más pronunciadas que en las avanzadas. A diferencia de lo observado en estas últimas, la demanda interna en varias economías emergentes siguió expandiéndose rápidamente. Además, los alimentos tienen una mayor participación en las canastas de consumo de estos países. En China, la inflación anual al consumidor registró una cifra de 8.3 por ciento en marzo, a pesar de las diversas medidas adoptadas por las autoridades para prevenir un sobrecalentamiento de la economía. En la India, los precios al productor crecieron a una tasa anual de 7.4 por ciento en marzo, en tanto que en Rusia la inflación general al consumidor registró una cifra anual de 13.3 por ciento en ese mes. Diversos países latinoamericanos también se vieron afectados por mayores presiones inflacionarias durante el trimestre, y en varios de ellos la inflación se ubicó por encima de las metas establecidas por sus bancos centrales. Con el aumento de las presiones inflacionarias, los bancos centrales de un elevado número de economías emergentes han restringido su política monetaria (Cuadro 2).

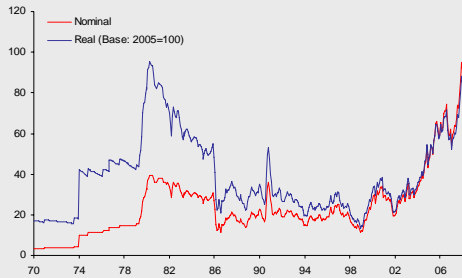
<sup>8</sup> En términos trimestrales anualizados, las variaciones en el cuarto trimestre de 2007 y el primer trimestre de 2008 son las siguientes: productos primarios no petroleros, 6.2 y 58.4 por ciento, respectivamente; alimentos, 37.8 y 79.4 por ciento, y metales -23.7 y 50.2 por ciento.

### Recuadro 1 Evolución Reciente y Perspectivas del Mercado Petrolero Mundial

#### Evolución Reciente

Los precios del petróleo reiniciaron una marcada tendencia al alza desde principios de 2007. El precio del crudo tipo West Texas International (WTI) alcanzó un nivel máximo histórico nominal de 119.7 dólares por barril hacia fines del mes de abril de 2008. En términos reales, los precios del petróleo crudo rebasaron el máximo histórico registrado en abril de 1980 durante la guerra Iran-Irak.

**Gráfica 1**  
**Precio Spot y Real del WTI**  
Dólares por Barril



Fuentes: Bloomberg y Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos.

La fuerte alza de los precios del petróleo crudo en meses recientes responde fundamentalmente a las restricciones que ha enfrentado el balance entre oferta y demanda. Según la Agencia Internacional de Energía, el crecimiento de la demanda mundial de petróleo fue de alrededor de 1.1 millones de barriles diarios en 2007 (Cuadro 1), impulsado por la expansión de las economías emergentes. Por su parte, la oferta mundial de petróleo crudo permaneció prácticamente estancada en ese año, como resultado de una menor producción por parte de la OPEP.<sup>1</sup> Este desequilibrio entre oferta y demanda mundial de petróleo fue particularmente importante durante la segunda mitad de 2007, provocando que los inventarios disminuyeran significativamente en ese periodo. Estos se estabilizaron desde principios de 2008.

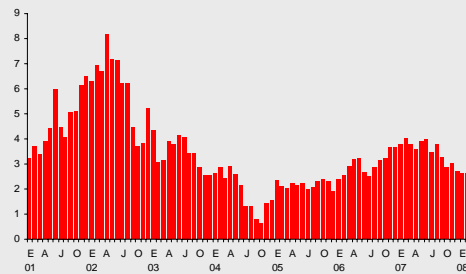
**Cuadro 1**  
**Oferta y Demanda Mundial de Petróleo**  
Crecimiento en Millones de Barriles Diarios

	2005	2006	2007
Demanda Mundial	1.4	1.0	1.1
Oferta Mundial	1.2	0.8	0.2
Oferta No-OPEP	-0.2	0.5	0.6
Oferta OPEP	1.4	0.3	-0.4
Cambio en Inventarios	-0.1	-0.2	-0.9

Nota: Oferta No-OPEP excluye Angola y Ecuador.  
Fuente: Agencia Internacional de Energía.

Los precios del petróleo crudo también se han visto presionados por la preocupación generada por las continuas interrupciones de oferta relacionadas con factores geopolíticos y condiciones climatológicas adversas, en un contexto de reducida capacidad ociosa (Gráfica 2) y constantes revisiones a la baja en las proyecciones de producción de los países no miembros de la OPEP. Asimismo, factores financieros, tales como la depreciación del dólar, las menores tasas de interés en Estados Unidos, las mayores presiones inflacionarias en ese país y el deterioro en las condiciones crediticias mundiales, han estimulado un mayor flujo de recursos hacia el mercado de futuros del petróleo como opción de inversión alternativa, acentuando las presiones sobre los precios de este producto.<sup>2</sup>

**Gráfica 2**  
**Capacidad Ociosa de Producción de la OPEP**  
Millones de Barriles Diarios



Nota: Excluye Angola y Ecuador.  
Fuente: Agencia Internacional de Energía.

Varios analistas consideran que la lenta respuesta de la oferta mundial de petróleo obedece, en parte, a los retos que enfrentan los inversionistas para desarrollar nuevos campos petroleros dadas las complejidades geológicas y tecnológicas, así como los crecientes costos de exploración y desarrollo.

#### Perspectivas del Mercado de Petróleo para lo que resta de 2008

La mayoría de analistas del mercado petrolero opina que las condiciones restrictivas de oferta y demanda se moderarán este año. Los pronósticos de crecimiento de la demanda mundial de petróleo para 2008 se ubican en 1.2 millones de barriles diarios, casi el mismo crecimiento estimado para 2007 (Cuadro 2). Cabe señalar que los pronósticos de crecimiento de la demanda se han venido ajustando a la baja en los últimos meses, en respuesta a los elevados precios y los riesgos de una mayor desaceleración del crecimiento de la economía mundial.

El incremento proyectado de la demanda mundial de petróleo para 2008 sigue siendo explicado principalmente por un elevado crecimiento de las economías emergentes, particularmente de Asia (China e India) y Medio Oriente (Gráfica 3). Por otra parte, se espera que la demanda de los países miembros de la OCDE se contraiga nuevamente en respuesta a una menor expansión económica y a los elevados precios del crudo y sus derivados, como la gasolina.

<sup>1</sup> La OPEP redujo sus cuotas de producción en 1.2 millones de barriles diarios a partir de noviembre de 2006 y en 0.5 millones de barriles diarios a partir de febrero de 2007. Este último recorte fue revertido a partir de noviembre del mismo año.

<sup>2</sup> La depreciación del dólar ha implicado también menores utilidades en moneda local para muchos productores, lo que ha contribuido a presionar al alza los precios del crudo.

**Cuadro 2**  
**Proyecciones de Crecimiento de la Demanda y Oferta**  
**Mundial de Petróleo**  
Millones de Barriles Diarios

	Demanda			Oferta No-OPEP		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
AIE <sup>1/</sup>	1.1	1.2	n.d.	0.6	0.8	n.d.
OIE <sup>2/</sup>	0.8	1.2	1.3	0.5	0.6	1.5
OPEP <sup>3/</sup>	1.2	1.2	n.d.	0.5	0.9	n.d.

1/ Agencia Internacional de Energía.

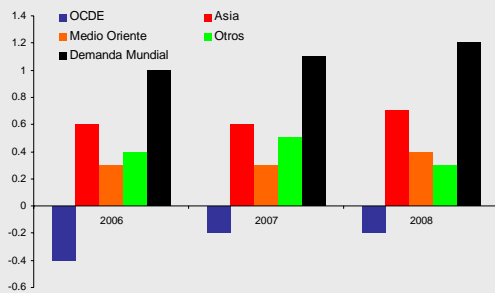
2/ Oficina de Información de Energía - Departamento de Energía de los E.U.A.

3/ Organización de los Países Exportadores de Petróleo.

n.d.: No disponible.

Fuentes: AIE, OIE y OPEP.

**Gráfica 3**  
**Crecimiento de la Demanda de Mundial de Petróleo**  
Millones de Barriles Diarios



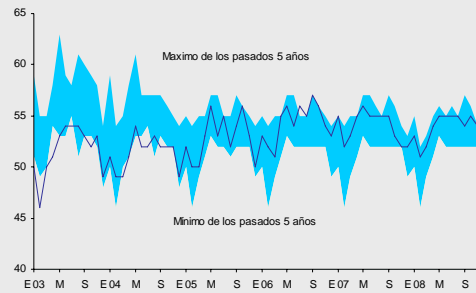
Fuente: Agencia Internacional de Energía.

Los pronósticos de crecimiento de la oferta de petróleo proveniente de los países no miembros de la OPEP para 2008 continúan mostrando divergencias entre los principales analistas (entre 600 y 900 mil barriles diarios). Dichas divergencias, combinadas con las constantes revisiones de las proyecciones de oferta de crudo en los últimos años, explican, en buena medida, la elevada incertidumbre que existe sobre la evolución del balance mundial entre oferta y demanda de petróleo.

Se espera que la cobertura de los inventarios petroleros en la OCDE se amplíe de un nivel de alrededor de 52 días de demanda en el primer trimestre del año (Gráfica 4), a un promedio de entre 54 y 55 días para lo que resta de 2008. Sin embargo, estos cálculos se basan en la expectativa de que la OPEP mantendrá su política de producción actual. Además, esta cobertura pudiera percibirse como insuficiente dados los riesgos latentes de interrupciones de oferta y la baja capacidad ociosa.

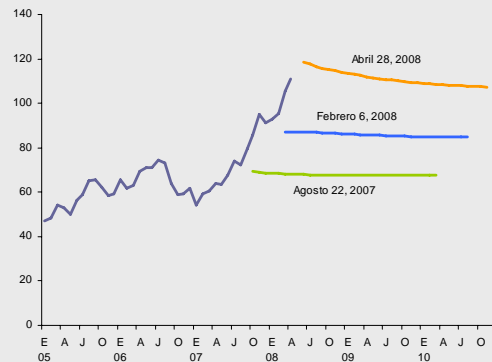
En general, los analistas consideran que, como resultado de la incertidumbre que rodea a los pronósticos de crecimiento de la economía mundial y, por tanto, a los de incremento de la demanda mundial de petróleo, el balance de riesgos para los precios del petróleo crudo se inclina ligeramente hacia la baja para lo que resta del 2008. Los contratos de futuros sugieren que los precios internacionales del petróleo se mantendrán elevados, pero con una ligera tendencia a la baja en los próximos meses (Gráfica 5).

**Gráfica 4**  
**Cobertura de Inventarios Comerciales de la OCDE**  
Días de demanda



Fuente: Departamento de Energía de los Estados Unidos.

**Gráfica 5**  
**Precio Spot y Futuros del WTI**  
Dólares por Barril



Fuente: Bloomberg.

No obstante, la posibilidad de un aumento menor al previsto de la oferta de petróleo (ya sea, por factores geopolíticos, climatológicos o de otra naturaleza) y/o de una mayor entrada de recursos financieros a los mercados de futuros del petróleo, pudieran resultar en presiones adicionales al alza en los precios del crudo.

**Cuadro 2**  
**Cambios en la Postura Monetaria**

	Tasa de Política			Inflación Anual y Objetivo <sup>1/</sup>	Riesgos Inflación	Factores que influyen en el balance de riesgos
	Nivel al 28/04/08	Cambios 2007	Cambios 2008			
<b>Canadá</b>	3	=	(-) 1¼	1.4	2±1	Balanceados
<b>Estados Unidos</b>	2¼	(-) 1	(-) 2	4.0	n.a.	Balanceados
<b>Noruega</b>	5½	(+) 1¼	(+) ¼	3.2	≈ 2.5	Al alza
<b>Reino Unido</b>	5	(+) ½	(-) ½	2.5	2	A la baja
<b>Suecia</b>	4¼	(+) 1	(+) ¼	3.4	2	Al alza
<b>Suiza</b>	2¼ - 3¼	(+) ¾	=	2.6	<2	Al alza
<b>Zona del Euro</b>	4	(+) ½	=	3.6	<2	Al alza
<b>Australia</b>	7¼	(+) ½	(+) ½	4.2	2-3	Al alza
<b>Nueva Zelandia</b>	8¼	(+)1	=	3.4	1-3	Al alza
<b>Corea</b>	5	(+) ½	=	3.9	3±0.5	Balanceados
<b>China <sup>2/</sup></b>	7.47	(+) 1.35	=	8.3	n.a.	Al alza
<b>India <sup>3/</sup></b>	6	=	=	7.4	≈ 5.5	Al alza
<b>Malasia</b>	3½	=	=	2.8	n.a.	Balanceados
<b>Tailandia</b>	3¼	(-) 1.6875	=	5.3	0-3.5	Al alza
<b>Rusia</b>	10½	(-) 1	(+) ½	13.3	6-7	Al alza
<b>Brasil</b>	11¾	(-) 1 ¾	(+) ½	4.7	4.5±2	Al alza
<b>Colombia</b>	9¼	(+) 2	(+) ¼	5.9	3.5-4.5	Al alza
<b>Chile</b>	6¼	(+) ½	(+) ¼	8.5	3±1	Balanceados
<b>Perú</b>	5½	(+) ½	(+) ½	5.6	2±1	Al alza
<b>Sudáfrica</b>	11 ½	(+) 2	(+) ½	10.6	3-6	Al alza

<sup>1/</sup> Índice de precios al consumidor a menos que se indique lo contrario. Las cifras de inflación y tasas de interés se reportan en por ciento. Los datos de inflación corresponden al mes de marzo de 2008.

<sup>2/</sup> La tasa de política es la tasa de préstamos de instituciones financieras. El Banco Popular de China aumentó el encaje legal en enero, marzo y abril de 2008.

<sup>3/</sup> El Banco de la Reserva de la India aumentó el encaje legal en febrero, marzo, septiembre y octubre de 2007 y en abril de 2008. Las cifras para la inflación observada y el objetivo de inflación se refieren al índice de precios al productor.

Fuente: Sitios oficiales de los países referidos.  
n.a. no aplica.

### 3.1.3. Mercados Financieros

Las condiciones de liquidez en los mercados de fondeo de corto plazo mejoraron a raíz de las medidas tomadas a finales de 2007 para hacer frente a la turbulencia en los mercados financieros.<sup>9</sup> En particular, los diferenciales entre las tasas de interés interbancarias y otras consideradas de muy bajo riesgo disminuyeron a principios de 2008, aunque manteniéndose en niveles elevados (Gráfica 9). Por otra parte, algunos bancos lograron fortalecer sus balances e incrementaron su base de capital.

No obstante tales esfuerzos, tanto el endurecimiento de las condiciones crediticias como la percepción de vulnerabilidad de los mercados financieros continuaron. Por una parte, la incertidumbre sobre la magnitud y distribución de las pérdidas crediticias, y por tanto la percepción sobre el riesgo de contraparte,

<sup>9</sup> Para una descripción de los orígenes y evolución de la crisis financiera en Estados Unidos, véase el Informe sobre la Inflación correspondiente al periodo octubre-diciembre de 2007.



se mantuvo a lo largo del primer trimestre. Por otra, los balances de los bancos y otras instituciones financieras continuaron expandiéndose ante la necesidad de incorporar en sus registros contables activos afectados por la crisis en el mercado hipotecario.<sup>10</sup> Lo anterior, aunado a nuevas pérdidas, propició que los esfuerzos por incrementar su capital fueran insuficientes, mermando la capacidad de estas instituciones para otorgar crédito.

Además, desde mediados de enero comenzó a observarse un aumento en la incertidumbre, generado en buena medida por la intensificación de las dificultades en algunas aseguradoras de valores. Ante la elevada exposición de varias de estas instituciones a activos respaldados por valores hipotecarios, las agencias especializadas redujeron su calificación crediticia en algunos casos y, en otros, las pusieron bajo observación para una posible reducción. Los problemas se acentuaron a mediados de febrero al darse a conocer problemas de liquidez y pérdidas en diversas instituciones financieras, entre ellas las entidades respaldadas por el gobierno a cargo de fomentar el acceso del público al mercado hipotecario y, en general, el desarrollo de este mercado.<sup>11</sup> La situación se complicó adicionalmente con el agravamiento de las dificultades financieras de uno de los mayores bancos de inversión de Estados Unidos a mediados de marzo.

En este contexto, se agudizaron los efectos de la turbulencia financiera en segmentos del mercado que hasta ese entonces habían sido menos afectados, tales como el de valores respaldados por hipotecas emitidos por agencias gubernamentales y el de bonos municipales. Además, aumentaron los diferenciales de riesgo en las emisiones de bonos corporativos, tanto con grado de inversión, como de alto rendimiento. Se acentuaron así los riesgos de un impacto severo de la turbulencia en los mercados financieros sobre la actividad económica.

Ante esta situación, el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos puso en marcha diversas acciones para aumentar la liquidez y mejorar el funcionamiento de los mercados financieros. Entre las medidas adoptadas cabe señalar las siguientes:

- El 7 de marzo se anunció que el monto total disponible bajo la facilidad temporal de préstamos a plazo (TAF por sus siglas en inglés) aumentaría de 60 a 100 mil millones de dólares y que dicha facilidad se mantendría, por lo menos, durante los siguientes seis meses.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Si bien muchos bancos no estaban en un principio directamente expuestos a la mayor parte de las operaciones con instrumentos que involucran créditos de calidad inferior, participaron de manera muy activa en la promoción de dichos esquemas mediante operaciones fuera de su balance. Ante el agravamiento de las dificultades en el mercado hipotecario de menor calidad, estos bancos se vieron en la necesidad de apoyar las facilidades financieras de este mercado, ya sea proporcionándoles financiamiento u otro tipo de apoyo, o bien incorporándolos en sus balances, en virtud de los compromisos contraídos o para evitar el riesgo reputacional.

<sup>11</sup> Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) y Federal National Mortgage Association (Fannie Mae).

<sup>12</sup> La TAF se creó el 12 de diciembre de 2007. Este mecanismo consiste en una subasta de fondos, cuyo monto es anunciado con anterioridad, y la tasa a la que se presta es determinada en un proceso competitivo entre los intermediarios elegibles que participen. Está dirigida a los mismos intermediarios que tienen acceso a la ventanilla de descuento de la Reserva Federal. Esta última es un instrumento de política monetaria complementario a las operaciones de mercado abierto. Su función es proveer liquidez de corto plazo a instituciones de depósito que por ley deben mantener reservas por depósitos. Existen

- El 11 de marzo se ampliaron los intercambios de monedas (swaps) con el Banco Central Europeo de 20 a 30 mil millones de dólares, y con el Banco Nacional de Suiza de 4 a 6 mil millones de dólares, con una vigencia hasta septiembre de 2008.
- En esa misma fecha se anunció la creación de una facilidad de préstamo de valores a plazo (TSLF por sus siglas en inglés). Mediante esta facilidad, la Reserva Federal se comprometió a prestar hasta 200 mil millones de dólares de valores del Tesoro a operadores primarios a un plazo de 28 días, en lugar del plazo vigente de 1 día, aceptando como colateral una gama amplia de instrumentos.<sup>13</sup>
- El 16 de marzo se creó la facilidad de crédito para operadores primarios (PDCF por sus siglas en inglés), que es similar a la ventanilla de descuento, pero con acceso para estos operadores. Los créditos otorgados a través de esta facilidad son a un día, y se aceptan como garantía diversos valores con grado de inversión.<sup>14</sup>

El Banco de la Reserva Federal también implementó durante el primer trimestre acciones adicionales orientadas a preservar la estabilidad del sistema financiero. En particular, a mediados de marzo el banco de inversión Bear Stearns, el quinto mayor en Estados Unidos, notificó a las autoridades estadounidenses que, en virtud del deterioro de su posición de liquidez, se vería forzado a suspender pagos bajo el capítulo 11 de la ley de quiebras estadounidense a menos que obtuviera recursos de otras fuentes. Tomando en cuenta la importante participación de Bear Stearns en diversos segmentos críticos de los mercados financieros, las autoridades consideraron que la quiebra de esta institución afectaría severamente la confianza en esos mercados, y generaría dudas sobre la solvencia de sus contrapartes, con consecuencias que se extenderían a toda la economía. De esta forma, la Reserva Federal decidió otorgar una línea de crédito a JP Morgan Chase para apoyar la adquisición de Bear Stearns.<sup>15</sup>

---

cuatro tipos de créditos otorgados a través de la ventanilla de descuento, a cada uno de los cuales se aplican tasas de interés distintas. La tasa de descuento de crédito primario es la comúnmente citada.

<sup>13</sup> Los operadores primarios son intermediarios que operan valores del Gobierno Federal de Estados Unidos directamente con el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Estos intermediarios pueden ser bancos comerciales bajo la supervisión de reguladores bancarios federales o agentes bursátiles registrados en la Securities and Exchange Commission. A diciembre de 2007 existían 20 operadores primarios.

<sup>14</sup> Como se observa, la respuesta de la Reserva Federal a los problemas en los mercados financieros incluyó varias etapas. En la primera de ellas, las autoridades monetarias disminuyeron la tasa de descuento y ampliaron el plazo de las operaciones de financiamiento mediante esta ventanilla. No obstante, los bancos recurren a la ventanilla de descuento generalmente cuando están en dificultades, por lo que se percibe que el uso de estos recursos puede dar lugar a un riesgo reputacional. El consecuente estigma limitó el uso de esta facilidad. En virtud de lo anterior, en una segunda etapa la Reserva Federal creó la TAF para apoyar a los bancos comerciales. Con el fin de aliviar los problemas de liquidez en otras instituciones, particularmente los bancos de inversión, las autoridades crearon en una tercera etapa facilidades de préstamo orientadas específicamente a operadores primarios (TSLF y PDCF).

<sup>15</sup> La participación de las autoridades monetarias estadounidenses en el apoyo a Bear Stearns se puede dividir en tres etapas: 1 El 14 de marzo la Reserva Federal autoriza un préstamo a través de la ventanilla de descuento a JP Morgan para que esta institución, a su vez, le otorgue un préstamo a Bear Stearns. 2 El 16 de marzo la Reserva Federal aprueba un financiamiento por 30 mil millones de dólares a JP Morgan para la adquisición de Bear Stearns. 3 El 24 de marzo se anuncia una revisión del acuerdo del 16 de marzo, mediante el cual aumenta el precio por acción de Bear Stearns (de 2 a 10 dólares). La Reserva Federal autoriza un financiamiento por 29 mil millones de dólares, cuyo pago es garantizado por

Por otra parte, como respuesta al debilitamiento de la actividad económica, la Reserva Federal relajó de manera importante durante el primer trimestre su postura de política monetaria. En ese lapso, las autoridades disminuyeron su objetivo para la tasa de interés de fondos federales en tres ocasiones, por un total de 200 puntos base, ubicándola en marzo de 2008 en un nivel de 2.25 por ciento.<sup>16</sup> Desde el inicio del proceso actual de relajamiento de las condiciones monetarias en agosto de 2007 al cierre del primer trimestre, el objetivo para la tasa de fondos federales ha disminuido en 3 puntos porcentuales.

Los bancos centrales de otros países avanzados también han respondido a la turbulencia en los mercados financieros proveyendo acceso en gran escala a fondos de corto plazo a través de diversas modalidades, disminuyendo sus tasas de interés de política o absteniéndose de aumentarlas. Así, durante el periodo enero-abril, el BCE mantuvo sin cambio su tasa de referencia a pesar de la presencia de presiones inflacionarias de consideración y riesgos al alza para la inflación. Al mismo tiempo, anunció diversas medidas para ampliar la liquidez. Por su parte, el Banco de Inglaterra redujo su tasa de política en 25 puntos base tanto en febrero como en abril, y las autoridades anunciaron la adquisición temporal de un banco comercial para restaurar la confianza.<sup>17</sup> Además, el 21 de abril el Banco de Inglaterra anunció el lanzamiento de un programa que permite a los bancos intercambiar activos financieros de alta calidad respaldados por hipotecas, además de otros activos, por bonos del Tesoro del Reino Unido.<sup>18</sup> En Japón, el banco central dejó inalterada su tasa de política en el periodo enero-abril.

Las medidas adoptadas permitieron aliviar en cierta medida las tensiones en los mercados financieros. En este contexto, el diferencial entre la tasa LIBOR en dólares y los bonos del Tesoro estadounidense a 3 meses se redujo, si bien se mantuvo en niveles elevados. Otro indicador de liquidez, basado en el índice de swaps a un día (OIS por sus siglas en inglés), muestra una tendencia similar (Gráfica 9). Cabe señalar también que, después de mostrar una fuerte contracción en el primer trimestre de 2008, la emisión de bonos corporativos de alta calidad en el mercado estadounidense aumentó a niveles

---

una cartera de activos de Bear Stearns valuada en 30 mil millones de dólares, y JP Morgan se responsabiliza por eventuales pérdidas (hasta por los primeros mil millones de dólares) asociadas a los activos financiados a Bear Stearns. Para mayor detalle véase: Federal Reserve Board Press Release, "Federal Reserve Announces Two Initiatives Designed to Bolster Market Liquidity and Promote Orderly Market Functioning", March 16, 2008; Federal Reserve Bank of New York, Press Release, "Summary of Terms and Conditions regarding the JP Morgan Chase Facility", March 24; JPMorgan Chase, "JPMorgan Chase and Bear Stearns Announce Amended Merger Agreement and Agreement for JPMorgan Chase to Purchase 39.5% of Bear Stearns", March 24, 2008; Testimony by Chairman Ben S. Bernanke, "The Economic Outlook", before the Joint Economic Committee, U.S. Congress, April 2, 2008; Testimony by Timothy F. Geithner, President and Chief Executive Officer of the Federal Reserve Bank of New York, "Actions by the New York Fed in Response to Liquidity Pressures in Financial Markets", April 3, 2008.

<sup>16</sup> Por su parte, la tasa de descuento pasó de 4.75 por ciento a principios de enero a 2.50 por ciento al cierre de marzo de 2008. En este periodo, el diferencial entre la tasa de descuento y la tasa objetivo de fondos federales disminuyó de 50 a 25 puntos base.

<sup>17</sup> En septiembre de 2007, el banco inglés Northern Rock solicitó facilidades de crédito al Banco de Inglaterra, ya que sus fuentes de liquidez se habían cerrado. En febrero de 2008 se anunció la adquisición temporal del banco por parte del gobierno.

<sup>18</sup> El intercambio de activos será por un periodo inicial de un año y puede ser renovado hasta por un total de tres años. El riesgo de pérdidas asociadas a estos activos permanece con los bancos. El intercambio de activos estará limitado a los activos existentes al cierre de 2007 y no podrá ser utilizado para financiar nuevos préstamos. Los bancos que deseen participar en el programa tendrán seis meses para hacerlo a partir del 21 de abril. Se espera que la duración del programa sea suficiente para proveer a los bancos de liquidez y aumentar la confianza y certidumbre en estas instituciones. Durante la vida del intercambio de activos, los bancos deberán pagar una comisión basada en la tasa Libor a tres meses.

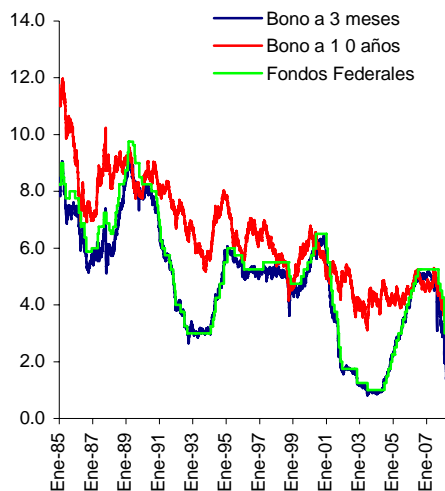
cercanos a sus máximos históricos en abril (al día 28), al mejorar el ambiente en el mercado y, consecuentemente, la demanda de parte de inversionistas.

Las tasas de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos en los plazos de 1 a 10 años tendieron a declinar durante los primeros meses de 2008, al parecer afectadas por las perspectivas de un menor crecimiento de la economía de ese país, la expectativa de ajustes a la baja a la tasa de fondos federales y la búsqueda de refugio por parte de los inversionistas de instrumentos libres de riesgo. En particular, las tasas de interés para los bonos a 2 y 10 años alcanzaron en marzo sus niveles más bajos desde 2003 (1.47 y 3.34 por ciento, los días 10 y 17 de ese mes, respectivamente). Por su parte, la tasa a tres meses, que ha tendido a mostrar un diferencial negativo con respecto al nivel efectivo de la tasa de fondos federales desde el comienzo de los problemas crediticios en agosto del año pasado, se vio arrastrada a su nivel más bajo desde 1958 (0.6 por ciento el 19 de marzo) por la disminución de la tasa de política y por la demanda de activos de bajo riesgo. En abril, las tasas tendieron a repuntar al aliviarse la situación de incertidumbre en los mercados financieros y ante el surgimiento de expectativas de que la Reserva Federal pudiera concluir su ciclo de reducciones a la tasa de referencia más pronto de lo que se preveía. Del cierre de marzo al 28 de abril, las tasas a dos y diez años aumentaron 76 y 42 puntos base, respectivamente. La tasa a tres meses, al continuar aparentemente haciendo frente a una demanda más fuerte como inversión de bajo riesgo a corto plazo, tuvo el menor incremento (5 puntos base).<sup>19</sup>

**Gráfica 9**  
**EUA: Tasas de Interés**

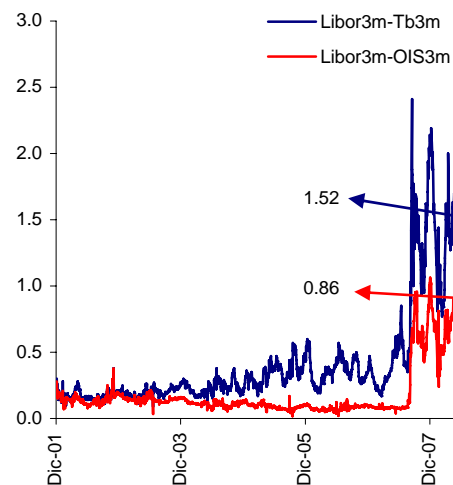
Por ciento anual

a) Rendimiento de los Bonos del Tesoro de EUA a 10 años, 3 meses y Tasa de Fondos Federales



Fuente: Bloomberg.

b) Diferencial de Libor en dólares a 3 meses con respecto a OIS a 3 meses<sup>1/</sup> y al Bono del Tesoro de EUA a 3 meses<sup>2/</sup>



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

2/ Al 28 de abril de 2008.

Fuente: Bloomberg.

<sup>19</sup> Al 28 de abril, las tasas a tres meses, 2 y 10 años se ubicaban en 1.38, 2.35 y 3.83 por ciento, respectivamente.

La incertidumbre sobre la situación en los mercados financieros y las perspectivas de la actividad económica se reflejó en el primer trimestre en caídas en los índices accionarios, acompañadas además de una alta volatilidad. El índice Standard & Poor's de Estados Unidos cerró el periodo enero-marzo con una pérdida de 10 por ciento respecto al cierre de 2007, mientras que las caídas correspondientes para los índices Nikkei de Japón y FTSE del Reino Unido fueron de 18 y 12 por ciento, respectivamente. En abril, al aliviarse la incertidumbre, los mercados accionarios de estos países se recuperaron. Al día 28 del mes, los índices Standard & Poor's, Nikkei y FTSE registraron aumentos de 5.6, 10.9 y 6.8 por ciento, respectivamente, en relación al último día de marzo.

Por su parte, el dólar continuó depreciándose durante el trimestre, tanto en términos reales, como nominales, ante la ampliación de los diferenciales de tasas de interés con otras economías y la expectativa de reducciones adicionales de los réditos en Estados Unidos. El dólar se depreció 8.1 por ciento frente al euro durante el periodo enero-marzo. La depreciación respecto al yen japonés fue aun más fuerte (10.8 por ciento).<sup>20</sup> La depreciación en términos efectivos reales fue de 3.6 por ciento frente a las principales monedas y de 3.3 por ciento con la definición amplia.<sup>21</sup> En abril el dólar registró un mínimo histórico respecto al euro el día 22. No obstante, la divisa estadounidense se fortaleció después de esa fecha, lo que permitió una apreciación en relación al euro de 0.7 por ciento a lo largo del mes (al día 28). Por otra parte, el dólar se apreció 4.3 por ciento respecto al yen en ese lapso.

El contagio de los problemas en los mercados financieros de las economías avanzadas a las emergentes continuó siendo modesto en el primer trimestre en comparación con episodios anteriores de volatilidad. No obstante, se apreció cierta moderación de los flujos de capital hacia estas economías, y el incremento de la aversión al riesgo a nivel global se reflejó en una ampliación adicional de los diferenciales de riesgo soberano. Así, durante el periodo enero-marzo el índice compuesto EMBI Global aumentó 69 puntos base respecto al cierre de 2007 hasta 324 puntos, nivel reducido en términos históricos. En abril, el EMBI Global mostró una tendencia descendente.<sup>22</sup> Cabe señalar que la emisión de bonos de economías emergentes se redujo fuertemente a principios de 2008, como resultado de la turbulencia financiera mundial. Sin embargo, las condiciones para la emisión de deuda tanto soberana como corporativa mejoraron de manera significativa en abril, observándose una mayor disposición de empresas y gobiernos de estos países a obtener financiamiento en los mercados internacionales.

---

<sup>20</sup> El dólar mostró una tendencia mixta frente a las monedas de otros países avanzados en ese lapso. Frente al dólar canadiense se apreció en 3.9 por ciento, en tanto que se mantuvo estable respecto de la libra esterlina y cayó en relación al franco suizo (-12.4 por ciento). Durante el mes de abril (hasta el día 28), el dólar se depreció frente a la moneda canadiense y la libra esterlina en 1.3 y 0.4 por ciento respectivamente, en tanto que frente al franco suizo registró una apreciación de 4 por ciento.

<sup>21</sup> El tipo de cambio respecto a las principales monedas es un promedio ponderado del tipo de cambio del dólar frente a 8 monedas que circulan ampliamente fuera de su país de origen. El índice amplio es un promedio ponderado del tipo de cambio del dólar frente a 26 monedas. Los ponderadores de este índice se calculan con base en la participación de cada país en las exportaciones e importaciones con Estados Unidos.

<sup>22</sup> El 28 de abril, el EMBI Global se situó en 283 puntos base. Cabe señalar que el diferencial para los instrumentos de cobertura contra el riesgo de incumplimiento de pagos (credit default swaps) para economías emergentes, también registró un incremento en el primer trimestre de 2008. Dicho diferencial aumentó de un nivel de 180 puntos base en diciembre de 2007 a 282 puntos al cierre de marzo de 2008, disminuyendo a 221 puntos al 28 de abril.

### 3.1.4. Perspectivas

Las proyecciones para el crecimiento de la economía mundial en 2008 y 2009 se ajustaron a la baja durante el primer trimestre, afectando de manera más pronunciada a las economías avanzadas, para las cuales se espera una expansión por debajo de potencial (Cuadro 3). Se anticipa que continúe la divergencia en el crecimiento entre las economías avanzadas y las emergentes. Se espera que estas últimas registren una desaceleración moderada del crecimiento en 2008, el cual, sin embargo, continuaría siendo robusto.

Los riesgos a la baja para la actividad económica mundial se han acentuado. La intensidad y duración del debilitamiento de la actividad económica en Estados Unidos, y su impacto sobre otras economías, dependerán de los efectos de la crisis financiera y del proceso de desendeudamiento de diversos sectores sobre la economía real. Es de esperarse que la recuperación del ahorro de las familias frente a la pérdida de riqueza generada por el desplome del precio de las viviendas resulte en un periodo de ajuste prolongado en Estados Unidos. Además, no puede descartarse un deterioro adicional de la situación en los mercados financieros, con efectos más pronunciados sobre la actividad económica. También los problemas en el sector residencial podrían acentuarse e impactar aun más al resto de la economía. Un debilitamiento mayor de lo anticipado en Estados Unidos incidiría en otras economías avanzadas y afectaría a las economías emergentes a través de menores flujos de comercio, un descenso de los precios de los productos primarios y una disminución de los flujos de capital hacia estos países.

**Cuadro 3**  
**Pronósticos del FMI para el Crecimiento del PIB en 2008 y 2009**  
Por ciento

	2007	2008		2009	
			Rev. 1/		Rev. 1/
<b>Mundo</b>	<b>4.9</b>	<b>3.7</b>	<b>-0.5</b>	<b>3.8</b>	<b>-0.6</b>
<b>Economías Avanzadas</b>	<b>2.7</b>	<b>1.3</b>	<b>-0.6</b>	<b>1.3</b>	<b>-0.8</b>
Estados Unidos	2.2	0.5	-1.0	0.6	-1.2
Canadá	2.7	1.3	-0.5	1.9	-0.5
Japón	2.1	1.4	-0.1	1.5	-0.2
Zona Euro	2.6	1.4	-0.2	1.2	-0.7
<b>Economías Emergentes y en Desarrollo</b>	<b>7.9</b>	<b>6.7</b>	<b>-0.2</b>	<b>6.6</b>	<b>-0.4</b>
<b>África</b>	<b>6.2</b>	<b>6.3</b>	<b>-0.7</b>	<b>6.4</b>	<b>-0.2</b>
<b>Europa del Este</b>	<b>5.8</b>	<b>4.4</b>	<b>-0.2</b>	<b>4.3</b>	<b>-0.8</b>
<b>Comunidad de Estados Independientes</b>	<b>8.5</b>	<b>7.0</b>	<b>0.0</b>	<b>6.5</b>	<b>-0.1</b>
Rusia	8.1	6.8	0.2	6.3	-0.2
<b>Asia en Desarrollo</b>	<b>9.7</b>	<b>8.2</b>	<b>-0.4</b>	<b>8.4</b>	<b>-0.4</b>
China	11.4	9.3	-0.7	9.5	-0.5
India	9.2	7.9	-0.5	8.0	-0.2
ASEAN-5 <sup>2/</sup>	6.3	5.8	-0.2	6.0	-0.2
<b>Medio Oriente</b>	<b>5.8</b>	<b>6.1</b>	<b>0.2</b>	<b>6.1</b>	<b>0.1</b>
<b>Latinoamérica</b>	<b>5.6</b>	<b>4.4</b>	<b>0.1</b>	<b>3.6</b>	<b>-0.4</b>
Brasil	5.4	4.8	0.3	3.7	-0.3
México	3.3	2.0	-0.6	2.3	-0.7

1/ Cambio respecto a las proyecciones de enero de 2008.

2/ Incluye a Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam.

Fuente: FMI, World Economic Outlook, abril 2008.

A pesar de las expectativas de un menor ritmo de actividad económica en 2008, los riesgos inflacionarios han aumentado, reflejando las presiones en los mercados de productos primarios, el traslado de cuando menos parte de las alzas en los precios de dichos productos a la inflación subyacente y, en algunos países, el sólido ritmo de la expansión de la demanda. Este escenario de riesgos a la

baja para la actividad económica y al alza para la inflación, implica decisiones particularmente difíciles para la mayoría de los bancos centrales.

El déficit en cuenta corriente de Estados Unidos se ha reducido de manera significativa, de un máximo de 6.8 por ciento del PIB en el cuarto trimestre de 2005 a 4.9 por ciento en el mismo trimestre de 2007. El Fondo Monetario Internacional proyecta una disminución adicional a poco más de 4 por ciento del PIB en 2008. No obstante lo anterior, el desequilibrio se mantiene elevado y los riesgos de un ajuste brusco no han desaparecido.

La persistencia de un déficit en cuenta corriente elevado en Estados Unidos se ha originado por un desequilibrio entre el ahorro y la inversión internos, posibilitado por la disposición del resto del mundo a financiar un crecimiento considerable del gasto interno en ese país. La disminución del déficit en cuenta corriente a niveles sostenibles requerirá de una expansión más moderada del consumo, que permita un incremento apropiado del ahorro en la economía.

### **3.2. Oferta y Demanda Agregadas en México**

La información disponible acerca de la actividad económica en el primer trimestre de 2008 sugiere que el PIB habrá crecido alrededor de 3 por ciento anual en ese periodo. Esta cifra, así como el resto de la información relativa a los niveles de actividad, se verá influida por el hecho de que la Semana Santa fue en marzo, mientras que el año anterior dicho periodo de asueto cayó en abril. Evidentemente, este mismo efecto conducirá a que los indicadores de crecimiento anual de la producción y la demanda se vean afectados en dirección opuesta en el mes de abril, lo que a su vez influirá en las cifras de crecimiento anual del segundo trimestre. Una vez que las cifras se ajustan por estacionalidad (lo que también implica ajustar por el efecto anteriormente citado), se estima que el incremento anual del PIB en el primer trimestre de 2008 habrá sido cercano a 4 por ciento (Gráfica 10).<sup>23</sup>

Como se verá a continuación, esta evolución reflejó diversos factores que permitieron que la economía no se viera afectada en una magnitud mayor por la disminución del ritmo de expansión de la economía de Estados Unidos registrada en este periodo. No obstante, existen diversos elementos que, en combinación con las perspectivas acerca de la economía estadounidense descritas previamente, sugieren que, para el resto del año, los riesgos de una mayor desaceleración en México se han incrementado.

#### **3.2.1. Producción Sectorial**

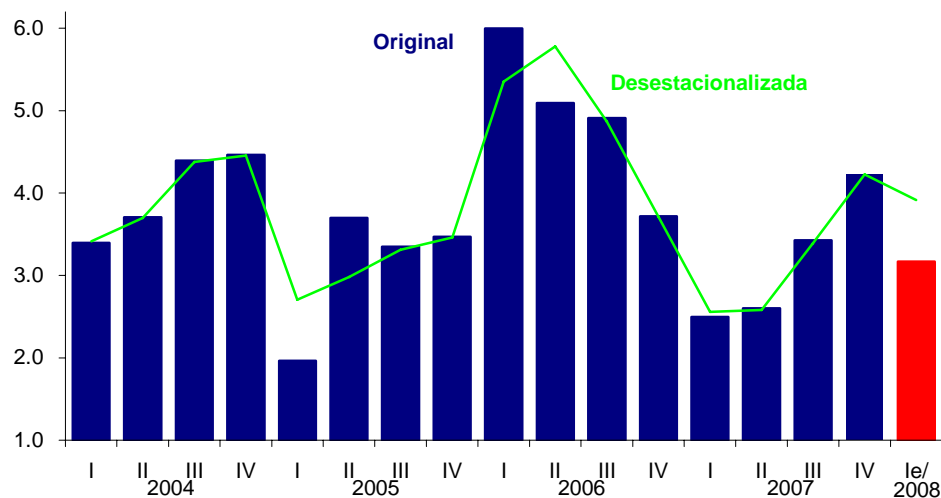
Desde una perspectiva sectorial, el crecimiento anual del PIB durante el primer trimestre de 2008 reflejó incrementos positivos en los tres sectores que lo integran, si bien la expansión del sector servicios continuó siendo superior a la de los sectores agropecuario e industrial.<sup>24</sup> Es importante destacar, no obstante, que el sector industrial mostró un mayor crecimiento que el que había venido

<sup>23</sup> El INEGI dio a conocer a finales de abril información de las Cuentas Nacionales del país con el nuevo año base 2003 (anteriormente la base era 1993), misma que ya se incorporó en este informe. Cabe destacar que esta revisión sugiere que el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2007 habrá sido mayor a la cifra que se había publicado anteriormente, con año base 1993.

<sup>24</sup> El Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) registró en el primer bimestre del año un crecimiento anual de 4.7 por ciento. Dicha tasa se derivó de alzas en los tres sectores que lo integran: el industrial se incrementó 4 por ciento, los servicios 5.3 por ciento y el agropecuario 2.1 por ciento.

registrando en los trimestres previos. En particular, en el primer bimestre de 2008 la producción industrial presentó un crecimiento de 4 por ciento (Gráfica 11), lo que se compara con las tasas de crecimiento de 3.1 y 1.9 por ciento en el cuarto trimestre de 2007 y en todo ese año, respectivamente. Este resultado refleja fundamentalmente la evolución de la producción manufacturera, que aumentó 6.2 por ciento anual en el primer bimestre, lo que se compara con la expansión de 2.7 por ciento anual en todo 2007.<sup>25</sup> La cifra de marzo se verá afectada por el efecto de Semana Santa referido anteriormente, si bien se estima que, una vez que se ajusten las cifras trimestrales por estacionalidad y por dicho efecto, el crecimiento anual de la actividad manufacturera en el primer trimestre también habrá superado significativamente al registrado durante el año pasado.

**Gráfica 10**  
**Producto Interno Bruto<sup>1/</sup>**  
 Variaciones anuales en por ciento



e/ Estimado.

1/ Medición basada en las Cuentas Nacionales con base 2003.

Fuente: INEGI y desestacionalización al primer trimestre de 2008 efectuada por el Banco de México.

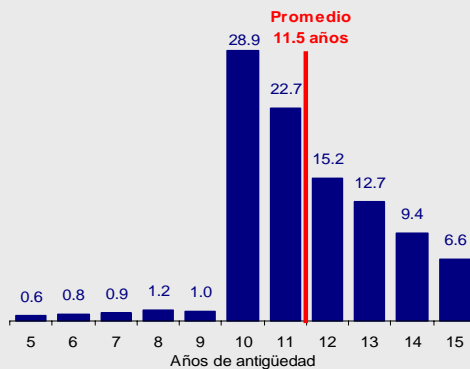
La evolución reciente de la producción manufacturera ha estado influida de manera importante por el comportamiento de las exportaciones de dicho sector. En este sentido, a pesar de que las exportaciones manufactureras a Estados Unidos han tendido a mostrar un menor crecimiento, como reflejo de la fase del ciclo por la que actualmente se encuentra transitando esa economía, el efecto de este evento sobre el dinamismo de las exportaciones manufactureras totales se ha visto contrarrestado por dos factores: i) la expansión de las exportaciones manufactureras dirigidas a otros países ha mantenido un ritmo más importante que el de las canalizadas a Estados Unidos, y ii) las exportaciones de la industria automotriz han registrado aumentos elevados, en parte reflejando el hecho de que los vehículos fabricados en México han ganado participación dentro de las ventas internas de vehículos en Estados Unidos.

<sup>25</sup> Por su parte, la Construcción y la Electricidad mostraron crecimientos de 3.6 y 7.5 por ciento, respectivamente (3 y 7.2 por ciento en 2007), mientras que la Minería cayó 4.1 por ciento a tasa anual (caída de 3.4 por ciento en 2007).





**Gráfica 4**  
**Antigüedad de los Vehículos Usados Importados**  
 Diciembre de 2007 – Marzo de 2008  
 Estructura Porcentual

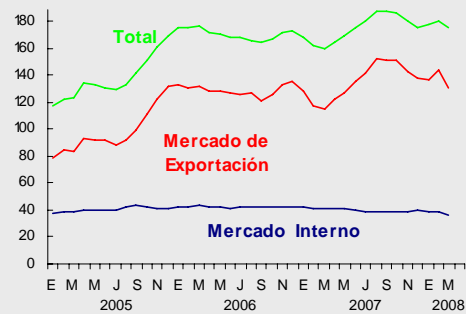


Los incrementos anuales respectivos de 2 y 7.3 por ciento que registró la producción de vehículos en el país en 2007 y el primer trimestre de 2008, se derivaron de la combinación de aumentos de las unidades fabricadas para la exportación y disminuciones de las efectuadas para el mercado interno (Cuadro 2 y Gráfica 5). La debilidad de estas últimas está reflejando los efectos de la fuerte importación de vehículos usados.

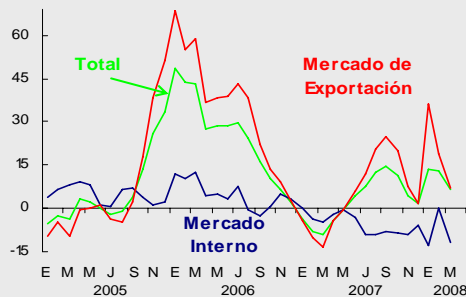
Es importante enfatizar el efecto adverso que ha tenido la importación de vehículos usados en las ventas internas de vehículos nuevos y, consecuentemente, en los niveles de producción de la industria. Asimismo, tal importación de vehículos usados ha aumentado la antigüedad del parque vehicular en el país, con implicaciones importantes tanto en los niveles de contaminación ambiental como en la eficiencia en el consumo de combustibles. Al respecto, cabe señalar que la debilidad en los últimos tres años de las ventas internas de vehículos subcompactos, mismos que, en general, tienen un alto rendimiento en su consumo de combustible, ha reflejado la importación de vehículos usados, muchos de los cuales por su antigüedad son de mayor cilindraje. Por ejemplo, en 2007 y el primer trimestre de 2008, el 25 y el 28 por ciento de los vehículos usados importados fueron camionetas pick up.

Todo lo anterior ha acentuado el subsidio existente al consumo de gasolina, mismo que se deriva de la brecha entre su precio interno y sus referencias internacionales. Por último, cabe señalar que la importación de vehículos usados está afectando la rentabilidad de la industria automotriz y, en consecuencia, posiblemente también sus niveles de inversión en el país. Este sector es de suma importancia para la economía mexicana, tanto por el valor de su producción, como por el empleo que genera y por su incidencia en el comercio exterior del país, destacando su significativo saldo comercial superavitario.

**Gráfica 5**  
**Producción Automotriz Total**  
 Datos desestacionalizados y promedio móvil de tres meses<sup>3/</sup>  
 a) Miles de unidades por mes



b) Variaciones anuales en por ciento



<sup>3/</sup> Excepto en 2008.

Por último, hay que señalar que a mediados de marzo de este año entró en vigor un nuevo Decreto que establece que sólo se podrán importar los vehículos usados cuyo año modelo sea diez años anteriores al cual se efectúa la importación. Con lo anterior, se eliminó el rango previamente vigente de diez a quince años al de la importación. Además, se estableció que dichos vehículos deberán cumplir con las disposiciones aplicables para la protección del medio ambiente; y que no podrán importarse aquéllos que en el país de procedencia, por sus características o por cuestiones técnicas, esté restringido o prohibida su circulación. Así, el nuevo Decreto busca disminuir el impacto adverso que tienen los vehículos usados importados en los niveles de contaminación ambiental y en la eficiencia en el consumo de gasolina, al acotar la antigüedad de dichos vehículos y al restringir su importación al cumplimiento de las disposiciones para la protección del medio ambiente. Cabe destacar que en los días inmediatos posteriores a la entrada en vigor del referido decreto se observó una disminución significativa en la importación de vehículos usados.

**Cuadro 4**  
**Ventas de Vehículos Ligeros en Estados Unidos**

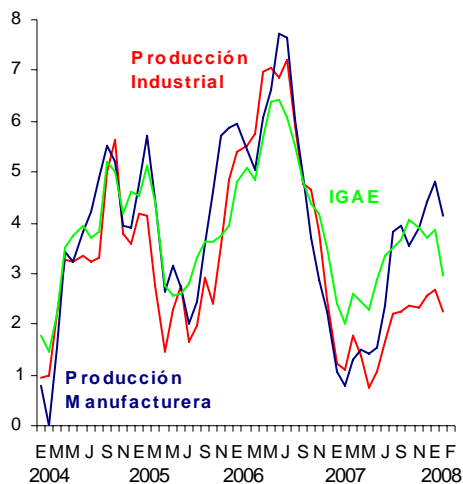
	2005	2006	2007	I Trimestre		Variaciones Anuales		Estructura Porcentual		
				2007		I Trimestre		2005	2007	I Trim 2008
				2007	2008	Absoluta	Porcentual			
<b>Ventas Totales</b>	<b>17,036,999</b>	<b>16,562,578</b>	<b>16,145,140</b>	<b>3,889,454</b>	<b>3,578,918</b>	<b>-310,536</b>	<b>-8.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
De Armadoras Asiáticas	6,418,783	6,747,672	6,970,239	1,657,087	1,580,261	-76,826	-4.6	37.7	43.2	44.2
De Armadoras Europeas	1,121,454	1,119,282	1,129,985	256,774	248,935	-7,839	-3.1	6.6	7.0	7.0
De Armadoras Americanas	9,496,762	8,695,624	8,044,916	1,975,593	1,749,722	-225,871	-11.4	55.7	49.8	48.9
<b>Ventas de Ensamblados en el Área del TLCAN</b>	<b>13,619,197</b>	<b>12,814,020</b>	<b>12,344,146</b>	<b>2,981,738</b>	<b>2,725,498</b>	<b>-256,240</b>	<b>-8.6</b>	<b>79.9</b>	<b>76.5</b>	<b>76.2</b>
En Estados Unidos y Canadá	12,638,377	11,550,054	11,140,199	2,723,423	2,450,086	-273,337	-10.0	74.2	69.0	68.5
Ventas de México a Estados Unidos	980,820	1,263,966	1,203,947	258,315	275,412	17,097	6.6	5.8	7.5	7.7
<b>Ventas de Vehículos Importados de Fuera del Área del TLCAN</b>	<b>3,417,802</b>	<b>3,748,558</b>	<b>3,800,994</b>	<b>907,716</b>	<b>853,420</b>	<b>-54,296</b>	<b>-6.0</b>	<b>20.1</b>	<b>23.5</b>	<b>23.8</b>

Fuente: Automotive News para las ventas de Estados Unidos y AMIA para las exportaciones de México a Estados Unidos.

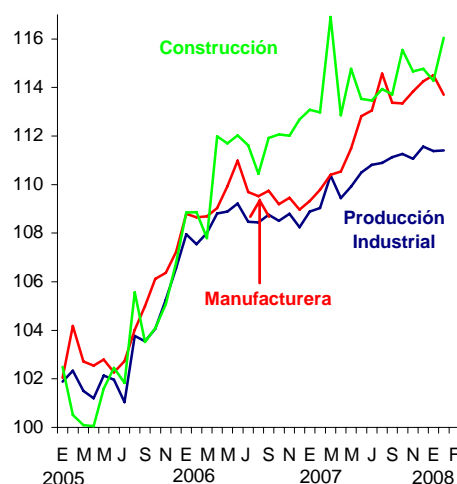
Es importante señalar que la evolución de la producción automotriz (Gráfica 12) que, a su vez, refleja el desempeño de las ventas de vehículos en el exterior, ha sido un factor determinante en el comportamiento que ha registrado la producción manufacturera en los últimos meses. En efecto, el crecimiento de la producción manufacturera de 6.2 por ciento anual en el primer bimestre del año reflejó un incremento de 27.5 por ciento de la producción del subsector de fabricación de equipo de transporte, la cual incluye principalmente a la industria automotriz terminal y la de autopartes (que se compara con 12.7 por ciento en 2007) y un aumento de 1.9 por ciento del resto de la producción manufacturera (0.7 por ciento en 2007).

**Gráfica 11**  
**Indicadores de Producción**

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



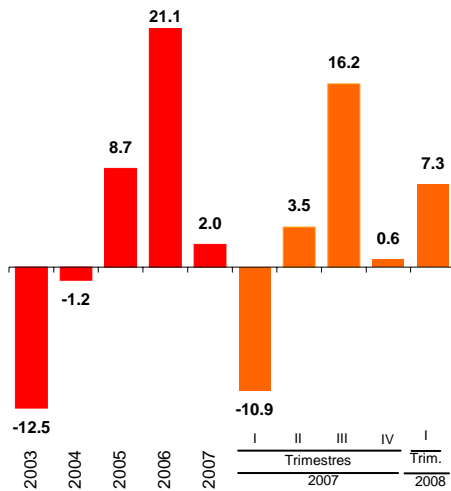
b) Actividad Industrial, Manufacturera  
y de Construcción  
Series desestacionalizadas; 2004=100



Fuente: INEGI.

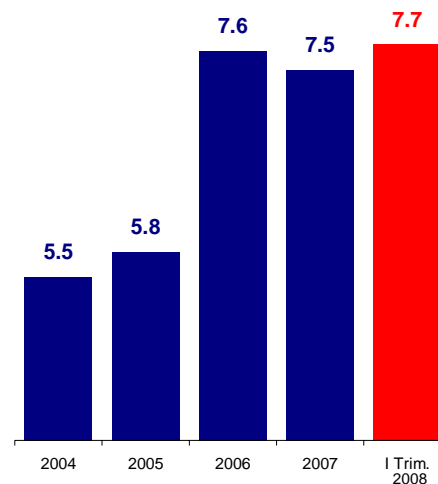
**Gráfica 12**
**Indicadores de la Industria Automotriz**

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



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

b) Participación de los Vehículos Producidos en México en las Ventas Internas de Estados Unidos



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

### 3.2.2. Demanda Agregada

En los indicadores disponibles acerca de la demanda agregada destaca que, en el primer trimestre de 2008, la demanda interna tendió a continuar moderando sus tasas de crecimiento anual, sobre todo como reflejo de la evolución del consumo privado. Por su parte, el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios, medidas en pesos constantes, resultó cercano al alcanzado en el trimestre precedente. Sin embargo, algunos indicadores relacionados con los determinantes de los diferentes componentes de la demanda agregada han mostrado en los últimos meses un comportamiento que podría sugerir la presencia de un riesgo significativo de desaceleración en los próximos meses.

En cuanto al consumo privado, un indicador oportuno corresponde al crecimiento de las ventas de la ANTAD medidas en términos reales. La variación anual de dichas ventas, con datos desestacionalizados, resultó de 8.3 por ciento en el primer trimestre de 2008, lo que se compara con 9.3 por ciento en el cuarto trimestre de 2007 y con 9.8 por ciento para 2007 en su conjunto (Gráfica 13).

La inversión ha mantenido su dinamismo en los últimos meses (Gráfica 14). Se estima que en el primer trimestre de 2008, la inversión habrá alcanzado un crecimiento anual cercano a 11 por ciento, lo que se compara con el de 7.5 por ciento en el trimestre previo y con la expansión de 6.6 por ciento en la totalidad de 2007. Hay dos aspectos que conviene enfatizar respecto de la evolución reciente que ha registrado la inversión:

- i) El comportamiento de la inversión en el trimestre referido fue influido en gran medida por un incremento de 35 por ciento en las importaciones de bienes de capital.<sup>26</sup> Por su parte, se estima que en dicho trimestre el

<sup>26</sup> El aumento de las importaciones de bienes de capital en el primer trimestre del presente año reflejó principalmente un elevado crecimiento de las efectuadas por la industria minera del país. La información

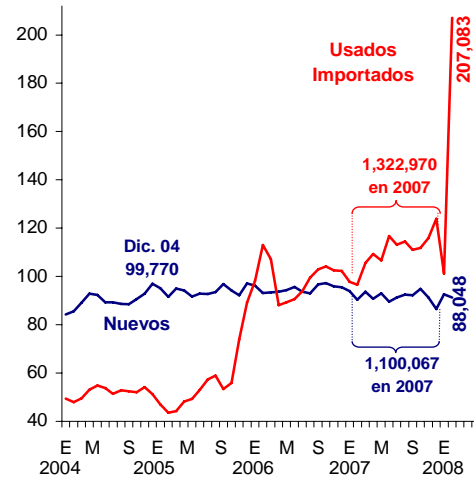
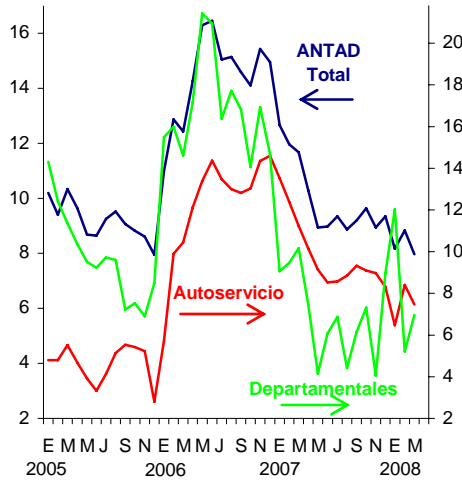
gasto de inversión en construcción y maquinaria y equipo nacional haya registrado un crecimiento anual cercano a 3 por ciento.

**Gráfica 13**

**Indicadores de Demanda Interna: Consumo**

a) ANTAD y Ventas de las Tiendas de Autoservicio y Departamentales en Términos Reales Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados<sup>1/</sup>

b) Ventas Internas al Menudeo de Vehículos Nuevos e Importación de Usados Miles de unidades por mes y datos desestacionalizados<sup>1/</sup>



Fuente: ANTAD.

1/ La desestacionalización fue efectuada por el Banco de México y es promedio móvil de dos meses, excepto a partir del IV trimestre de 2007.

Fuente: AMIA y ANPACT.

1/ La desestacionalización fue efectuada por el Banco de México y es promedio móvil de dos meses, excepto a partir de 2007.

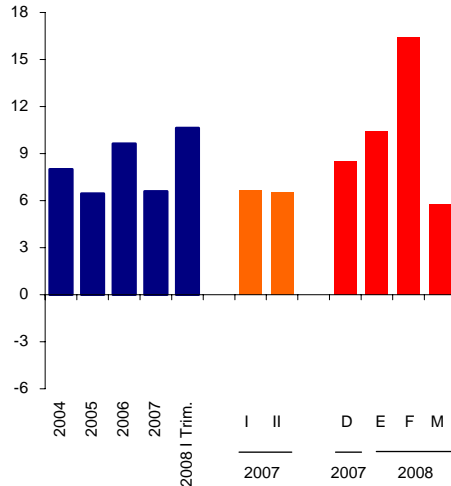
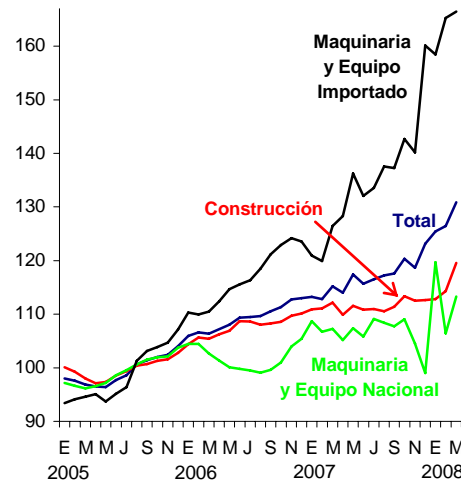
ii) La información disponible sugiere que, en lo que va del año, el gasto público presentó un crecimiento anual significativo y, de ese modo, contribuyó de manera importante al crecimiento del producto. Así, en el primer bimestre del año el gasto público mostró un crecimiento anual de 16 por ciento en términos reales y su impulso ha provenido, sobre todo, del efectuado en inversión física (alza de 60 por ciento anual en términos reales). El financiamiento de este gasto público se ha visto favorecido por los mayores ingresos derivados de los elevados precios del petróleo que han prevalecido en los mercados internacionales.

Finalmente, y como ya se mencionó, la demanda proveniente del exterior se ha visto influida por eventos que tendieron a operar en dirección opuesta durante el trimestre y que, en términos netos, condujeron a que se mantuviera el dinamismo de las exportaciones no petroleras.

Así, tanto la evolución reciente del gasto público, como la de las exportaciones no petroleras, han contribuido hasta ahora a evitar que la desaceleración de la economía de Estados Unidos se refleje en mayor magnitud en el dinamismo de la economía mexicana.

de esas adquisiciones en el exterior es preliminar y, dada la magnitud de su crecimiento, está siendo sujeta a revisión.

**Gráfica 14**
**Indicadores de Demanda Interna: Inversión<sup>1/</sup>**

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

 b) Inversión Fija Bruta y sus Componentes  
 2005=100, series desestacionalizadas  
 y promedio móvil de tres meses,  
 excepto a partir de 2007


Fuente: INEGI.

1/ Los datos de febrero, marzo, primer trimestre y las correspondientes series desestacionalizadas son estimaciones de Banco de México.

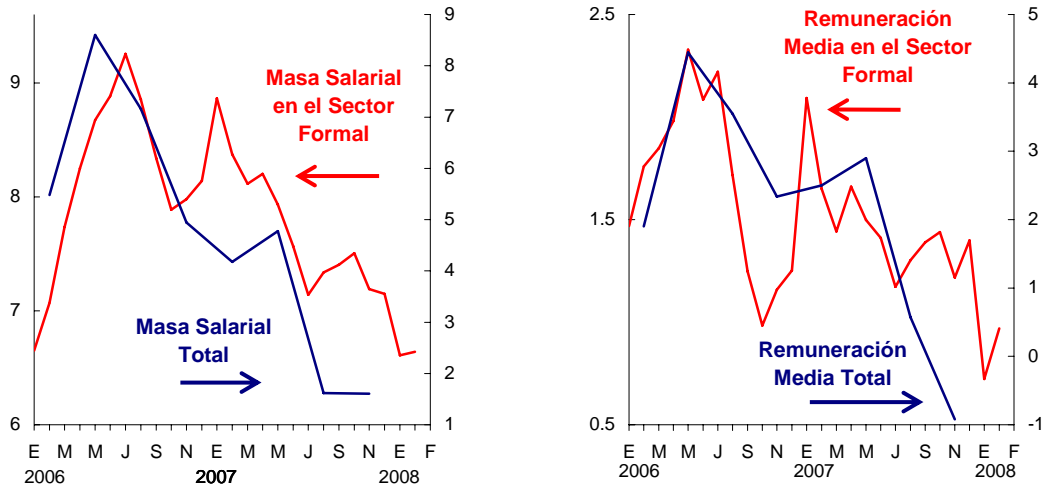
No obstante, ciertos elementos sugieren que, en los próximos meses, existe un riesgo relevante de una mayor desaceleración de la demanda agregada. En particular, además del impacto que pudiese tener un menor dinamismo (o una recesión) en Estados Unidos, es importante reconocer los siguientes riesgos:

- Se ha observado una tendencia de desaceleración de los indicadores de masa salarial en términos reales, tanto en la economía en su conjunto, como en el sector formal (Gráfica 15). Este comportamiento ha respondido tanto al menor ritmo de generación de empleos, como a incrementos anuales más moderados de las remuneraciones en términos reales.<sup>27</sup>
- En el margen, el ritmo de crecimiento anual del financiamiento al consumo privado ha venido mostrando una disminución, a pesar de que se mantiene en niveles elevados (véase la sección 3.4.2. Agregados Monetarios y Financiamiento de este Informe).
- El ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares se ha venido desacelerando y, en el primer trimestre de 2008, mostró una reducción anual en términos absolutos. Esta evolución parecería estar asociada con el debilitamiento de la actividad económica en Estados Unidos y, particularmente, de la industria de la construcción (Recuadro 3).

<sup>27</sup> Durante el primer bimestre de 2008 la masa salarial en términos reales mostró un crecimiento anual en el sector formal de la economía de 6.6 por ciento, luego de aumentos respectivos de 8, 7.3 y 7.2 por ciento en el segundo, tercero y cuarto trimestres de 2007. En el caso del salario medio de cotización en el IMSS, su incremento anual en términos reales en el primer bimestre del presente año se situó en 0.8 por ciento, mientras que en el segundo, tercero y cuarto trimestres de 2007 registró alzas respectivas de 1.6, 1.2 y 1.3 por ciento.

- d) El deterioro del panorama económico internacional ha impactado adversamente las expectativas relativas al crecimiento de la economía mexicana y a los indicadores de confianza y de clima de negocios, lo que a su vez pudiese afectar a la inversión en los próximos meses.

**Gráfica 15**  
**Indicadores de Masa Salarial y Remuneraciones Medias en Términos Reales**  
 Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados



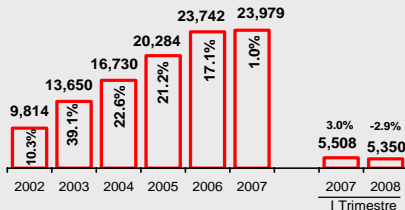
Fuente: Elaborado con información del IMSS (salario medio de cotización y número de trabajadores afiliados) y del INEGI (Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, ENOE, con el ingreso por hora trabajada, las horas trabajadas por semana y la población ocupada remunerada). El proceso de desestacionalización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

Durante el primer trimestre de 2008, en concordancia con la fase del ciclo que atraviesa la economía mexicana, no se presentaron presiones sobre la capacidad de producción de la economía:

- i) En el periodo referido, diferentes indicadores de brecha del producto continuaron ubicándose, en términos generales, en niveles cercanos a cero.
- ii) En el caso particular de la industria manufacturera, diversos indicadores que se elaboran en el Banco de México muestran que, en los primeros meses del presente año, tal actividad no enfrentó problemas de escasez de mano de obra calificada que implicaran presiones salariales (Gráfica 16). Además, distintos indicadores sobre utilización de la capacidad instalada de planta sugieren que ésta se debilitó en los meses recientes.
- iii) El saldo deficitario moderado que registró la cuenta corriente de la balanza de pagos en el primer trimestre del año es un indicador adicional que apunta a que no se presentaron presiones de demanda que impactaran al mercado cambiario o a los precios internos.

**Recuadro 3**
**Evolución Reciente del Ingreso por Remesas Familiares<sup>1/</sup>**

A lo largo de 2007, el ingreso de recursos al país por remesas familiares mostró una desaceleración, la cual se acentuó en el presente año. Así, en 2007 el monto de remesas ascendió a 23,979 millones de dólares, con un incremento anual de 1 por ciento, luego de que en 2006 dicho rubro había aumentado 17.1 por ciento (Gráfica 1). Por otra parte, en el primer trimestre de 2008 esa entrada de recursos resultó de 5,350 millones de dólares, lo que implicó una caída anual de -2.9 por ciento. Cabe señalar también que en 2007 el ingreso por remesas registró disminuciones en 11 entidades federativas del país y que ello ocurrió en 18 entidades en el primer trimestre del año en curso.

**Gráfica 1**  
**Remesas Familiares**  
 Millones de dólares

**Cuadro 1**  
**Estados Unidos: Trabajadores Mexicanos Migrantes**  
**Según Sector de Actividad**

Primer trimestre de 2008 y por cientos		
Sector	Distribución Sectorial	Participación en la Ocupación Total del Sector
Primario	5.5	18.6
Industrial	37.4	8.9
Construcción	21.8	13.7
Manufactureras	14.9	6.4
Minería	0.5	5.1
Electricidad	0.2	0.9
Servicios	57.1	3.5
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>4.8</b>

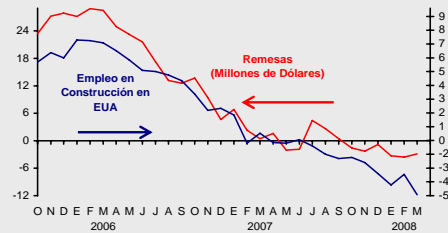
La reciente evolución del ingreso de recursos por remesas familiares es atribuible a varios factores, entre los que destacan: i) el debilitamiento de la actividad económica en Estados Unidos y, en particular, de su industria de la construcción (Gráfica 2); ii) los mayores problemas que han enfrentado los trabajadores mexicanos para emigrar a Estados Unidos, ante una mayor vigilancia fronteriza en ese país; iii) las crecientes dificultades para que los migrantes indocumentados encuentren ocupación, ante controles oficiales más estrictos en los lugares de trabajo; y, iv) la desaparición en la estadística de remesas del efecto al alza derivado de la mejoría alcanzada en la cobertura y medición de esas transacciones. Ahora bien, la entrada de recursos por remesas sigue constituyendo una fuente significativa de ingreso para un número muy elevado de familias mexicanas.

**Cuadro 2**  
**Estados Unidos: Tasa de Desempleo<sup>1/</sup>**  
 Porcentaje de la PEA de cada grupo

	2007	2008	Incremento
	Primer Trimestre		
<b>Total</b>	4.82	5.28	0.46
No Hispanos	4.65	4.98	0.33
Hispanos	5.86	7.11	1.25
<b>Mexicanos Migrantes</b>	5.36	8.12	2.76
Hombres	5.00	7.56	2.57
Mujeres	6.25	9.48	3.23

1/ Datos no desestacionalizados.

1 Los cuadros 1, 2, 3 y 4 fueron elaborados por el Banco de México, a partir de información de la Current Population Survey, de la Oficina del Censo de Estados Unidos.

**Gráfica 2**  
**Remesas Familiares en México<sup>1/</sup> y Empleo en la Industria de la Construcción en Estados Unidos**  
 Variaciones porcentuales anuales de datos desestacionalizados


1/ Promedio móvil de dos meses, excepto en 2007 y 2008.

Fuente: Oficina de Estadísticas del Trabajo de Estados Unidos.

Como se mencionó anteriormente, el debilitamiento de la actividad económica en Estados Unidos ha sido especialmente importante en la industria de la construcción. Dicha industria da ocupación a 22 por ciento de los trabajadores migrantes mexicanos en ese país (Cuadro 1). De hecho, casi el 14 por ciento de la fuerza laboral en esa actividad está constituida por migrantes mexicanos. También sobresale que en el sector agropecuario de ese país, una quinta parte de su fuerza de trabajo son migrantes mexicanos. En este contexto, cabe señalar que las dos ocupaciones que al cierre de marzo de 2008 presentaron las mayores tasas de desempleo fueron la construcción y las actividades agropecuarias, las cuales concentran de manera importante a trabajadores migrantes mexicanos.

**Cuadro 3**  
**Estados Unidos: Tasa de Desempleo Según Nivel de Escolaridad**

Personas mayores de 24 años y datos desestacionalizados

	2007	2008	Diferencia
	Marzo		
Menos de Preparatoria	6.9	8.2	1.3
Preparatoria	4.1	5.1	1.0
Universidad Incompleta	3.5	3.8	0.3
Universidad o más	1.8	2.1	0.3

La menor fortaleza de la demanda por trabajo en Estados Unidos se ha reflejado en un incremento de su tasa de desempleo, mismo que resultó de 0.46 puntos porcentuales del primer trimestre de 2007 al primero de 2008. En ese lapso, el alza de la tasa correspondiente fue muy elevada en los trabajadores migrantes mexicanos (de 2.76 puntos porcentuales; Cuadro 2), especialmente, en el segmento de mujeres.

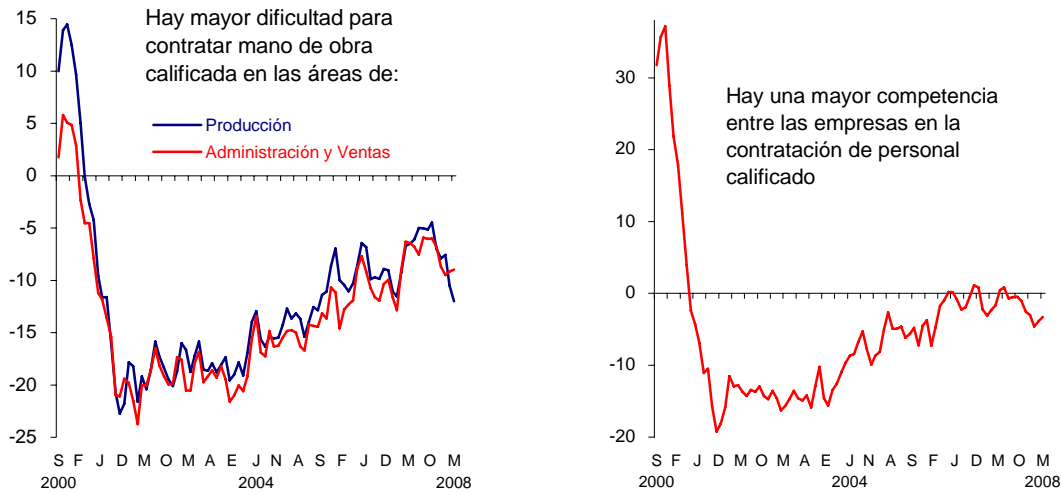
Por último, otro aspecto a considerar es que la tasa de desempleo en Estados Unidos es muy elevada en los trabajadores con menores niveles de escolaridad (Cuadro 3) y, de hecho, es en esos segmentos de la fuerza de trabajo donde dicha tasa ha mostrado un incremento más significativo. En este contexto, un factor que ha contribuido al fuerte aumento de la tasa de desempleo de los trabajadores migrantes mexicanos son sus menores niveles de escolaridad que los del resto de la fuerza de trabajo de ese país (Cuadro 4).

**Cuadro 4**  
**Estados Unidos: Escolaridad de la Fuerza de Trabajo**  
 Estructura porcentual

	Total	Migrantes Mexicanos
Menos de Preparatoria	11.0	57.3
Preparatoria	29.0	26.5
Universidad Incompleta	28.7	10.8
Universidad o más	31.3	5.4
	100.0	100.0



**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 aquellas que observaron una mayor competencia entre las empresas en la contratación de personal calificado), menos el de aquellas que expresó menor dificultad.

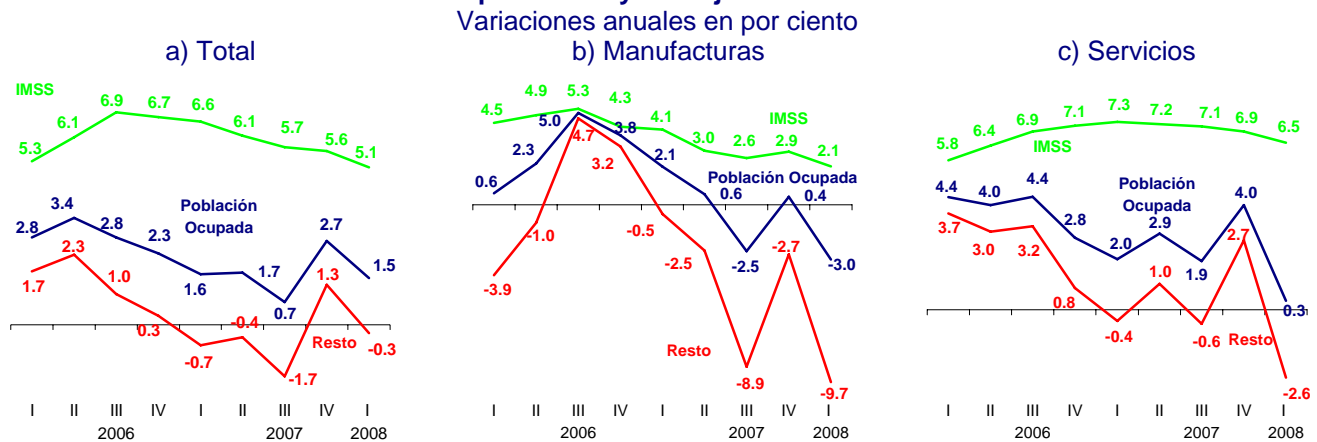
### 3.2.3. Empleo

En el margen, la demanda de trabajo en la economía ha tendido a desacelerarse. Lo anterior es notorio al considerar estimaciones del Banco de México acerca de los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo que recaba el INEGI, la cual abarca a la totalidad del mercado de trabajo en el país. Tales estimaciones sugieren que la tasa de crecimiento de la población ocupada en el país se redujo a principios del año en curso (Gráfica 17). Por su parte, si bien mantuvo un crecimiento anual superior al del producto, el número de trabajadores afiliados al IMSS también mostró una desaceleración.<sup>28</sup>

Al cierre de marzo del presente año, el número de trabajadores afiliados al IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se ubicó en 14,848,205 personas, lo que implicó un incremento anual de 626,370 personas y de 4.4 por ciento (Gráfica 18a). De esa manera, el crecimiento de este indicador se atenuó en los primeros meses del año, considerando que al cierre de 2006 y de 2007 las cifras correspondientes fueron respectivamente de 879,533 y 756,352 trabajadores (6.72 y 5.42 por ciento). La desaceleración de este indicador fue mayor en el sector industrial, particularmente en las manufacturas y en la construcción (Gráfica 18b). Así, al cierre de marzo los incrementos anuales del número de trabajadores afiliados resultaron de 495,413 personas y de 5.9 por ciento en los servicios (550,076 trabajadores y 6.7 por ciento al cierre de diciembre de 2007), mientras que en la industria manufacturera se ubicaron en 61,312 trabajadores y 1.5 por ciento, luego de que habían alcanzado 119,162 personas y 3 por ciento al cierre del año pasado.

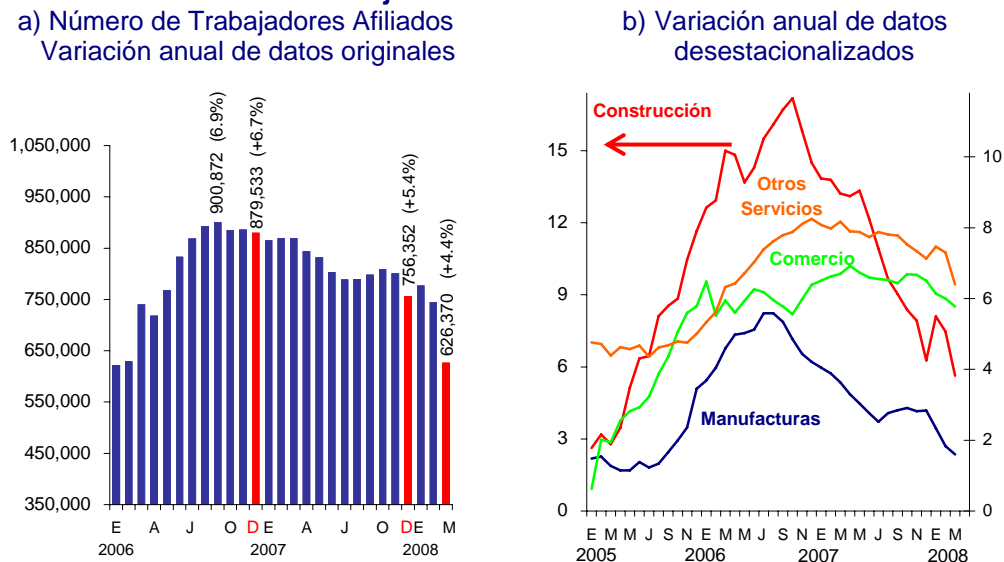
<sup>28</sup> Como se ha mencionado en anteriores Informes sobre la Inflación, es posible que el alza en el número de trabajadores afiliados también esté reflejando los resultados de un mayor esfuerzo de fiscalización por parte del IMSS. Ello considerando que el crecimiento anual de ese indicador de empleo formal ha superado de manera significativa al que ha registrado el producto.

**Gráfica 17**  
**Población Ocupada Total y Trabajadores Afiliados al IMSS**



Fuente: INEGI e IMSS. La Población Ocupada proviene de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) del INEGI e incluye a los tres sectores: primario, secundario y servicios. Las cifras de Población Ocupada del primer trimestre de 2008 son estimaciones del Banco de México. La información trimestral del IMSS corresponde a esos mismos tres sectores y son promedio de datos mensuales. El rubro Resto resulta de deducir a las cifras de población ocupada de la ENOE las referentes al número de trabajadores afiliados al IMSS.

**Gráfica 18**  
**Trabajadores Afiliados al IMSS**



Fuente: IMSS.

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

### 3.2.4. Sector Externo

Durante el primer trimestre de 2008, los principales aspectos que caracterizaron la evolución del sector externo fueron los siguientes:

- Las exportaciones totales registraron un crecimiento anual de 16.4 por ciento, que se compara con expansiones de 14.9 por ciento en el cuarto trimestre de 2007 y de 8.8 por ciento en todo ese año. Esta evolución se derivó de incrementos de 50.3 y 10.7 por ciento de las exportaciones petroleras y no petroleras, respectivamente (Gráfica 19).

b) El elevado crecimiento anual que registraron las exportaciones petroleras en el periodo respondió fundamentalmente al alto nivel que alcanzó el precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación (82.98 dólares), ya que el volumen de crudo exportado presentó una disminución (de 12.4 por ciento). Cabe señalar que el crecimiento del valor de las exportaciones petroleras permitió contrarrestar la expansión que presentó el valor de las importaciones de productos petroleros (54 por ciento a tasa anual en el primer trimestre del año), de modo que el saldo superavitario de la balanza comercial de productos petroleros (5,205 millones de dólares en el primer trimestre) se mantuvo en un nivel muy cercano al registrado en el trimestre precedente (5,243 millones), y superó al observado en el primer trimestre del año pasado (3,588 millones de dólares). También es relevante destacar que, en el comercio exterior de productos petroleros, el valor de las importaciones de gasolina se mantuvo muy elevado, resultando su monto en el primer trimestre del año equivalente a 27 por ciento del valor de las exportaciones de crudo (Gráfica 20a, b y c).

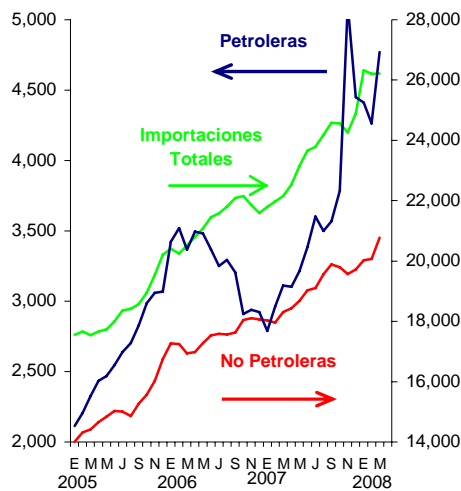
**Gráfica 19**

**Exportaciones e Importaciones de Mercancías**

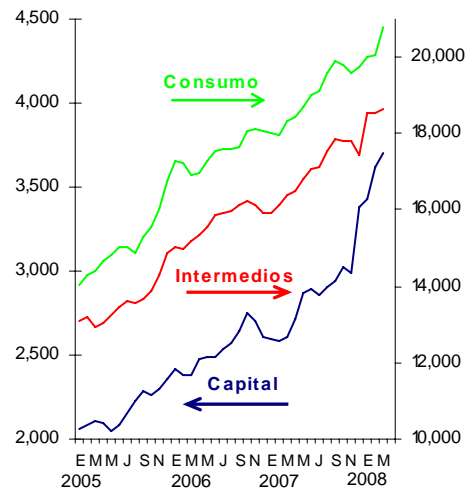
Millones de dólares; datos desestacionalizados y

promedio móvil de dos meses, excepto a partir del cuarto trimestre de 2007

a) Exportaciones Petroleras,  
No Petroleras e Importaciones Totales



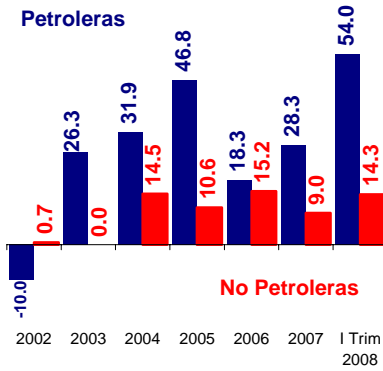
b) Importaciones



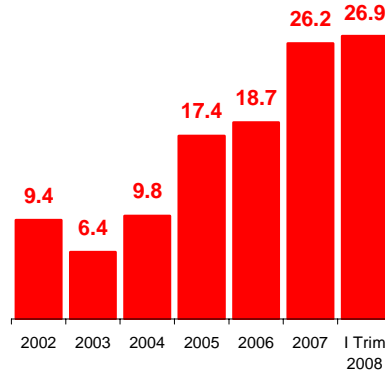
Fuente: Banco de México.

**Gráfica 20**  
**Indicadores de Importación de Productos Petroleros**

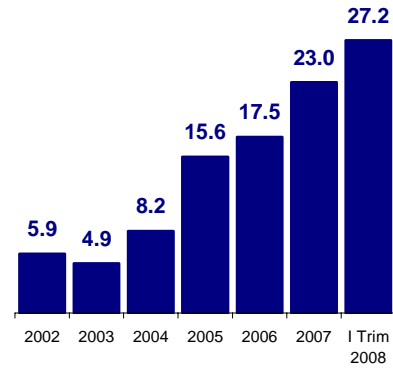
a) Importaciones Petroleras y No Petroleras  
Variaciones anuales en por ciento



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



c) Participación en las Importaciones de Bienes de Consumo

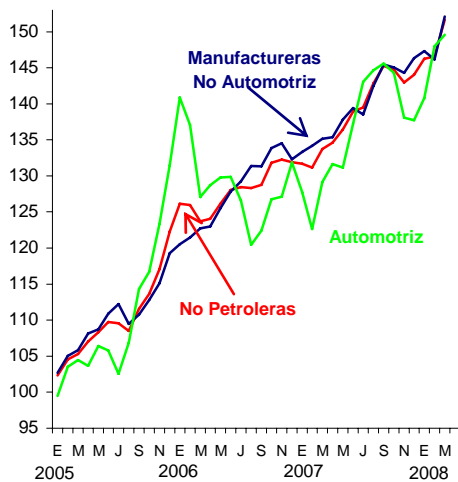


Fuente: Banco de México.

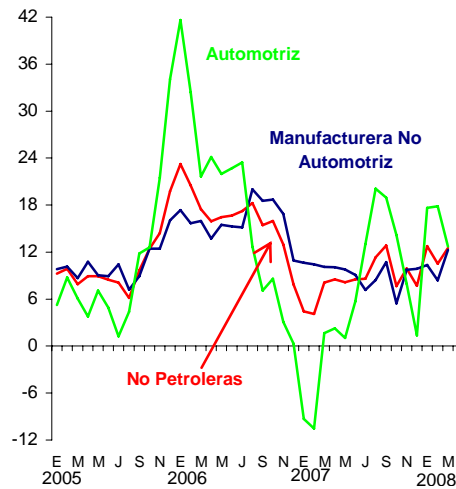
- c) Por su parte, el crecimiento de las exportaciones no petroleras (10.7 por ciento anual) superó ligeramente a la tasa de crecimiento de 9.2 por ciento observada en el cuarto trimestre del año pasado. En este contexto, la diferencia entre ambas tasas se acentúa al considerar datos desestacionalizados, al verse afectadas tales ventas al exterior en el primer trimestre por el efecto de Semana Santa. Así, al ajustar las cifras por efectos estacionales, el referido crecimiento en el primer trimestre de 2008 resultó de 11.9 por ciento, mientras que el correspondiente al cuarto trimestre de 2007 se situó en 8.4 por ciento.

**Gráfica 21**  
**Exportaciones de Mercancías**

a) 2004=100 y datos desestacionalizados



b) Variaciones anuales en por ciento



Fuente: Banco de México.

**Cuadro 5**  
**Crecimiento de las Exportaciones No Petroleras a Distintos Mercados**  
**en 2007 y Primer Trimestre de 2008**  
 Por ciento

	Participación		Crecimiento Anual			
	2007	2008	2007	2007	2008	
		I Trim.		IV Trim	Marzo	I Trim
<b>Total</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>8.51</b>	<b>9.22</b>	<b>8.54</b>	<b>10.72</b>
<b>Estados Unidos</b>	<b>82.54</b>	<b>80.99</b>	<b>4.83</b>	<b>4.90</b>	<b>7.03</b>	<b>7.68</b>
Automotriz	20.41	19.70	-0.15	-1.26	-1.94	8.11
Otras	62.14	61.29	6.57	7.01	10.23	7.54
<b>Resto del Mundo</b>	<b>17.46</b>	<b>19.01</b>	<b>30.16</b>	<b>33.52</b>	<b>15.60</b>	<b>25.88</b>
Automotriz	4.11	4.59	48.89	74.04	17.84	38.25
Otras	13.34	14.42	25.30	24.18	14.87	22.39
<b>Memo:</b>						
<b>Automotriz Total</b>	<b>24.52</b>	<b>24.29</b>	<b>5.69</b>	<b>7.44</b>	<b>1.37</b>	<b>12.75</b>
<b>Otras Total</b>	<b>75.48</b>	<b>75.71</b>	<b>9.46</b>	<b>9.80</b>	<b>11.06</b>	<b>10.09</b>

Fuente: Banco de México.

- d) El Cuadro 5 permite identificar los diferentes factores que determinaron la evolución de las exportaciones no petroleras. En primer lugar, destaca el crecimiento de las exportaciones de la industria automotriz, mismo que se aceleró al pasar de 5.7 por ciento en 2007, a 12.8 por ciento en el primer trimestre de 2008. Por otra parte, la expansión anual del resto de las exportaciones no petroleras en el primer trimestre de 2008 fue muy similar a la registrada en 2007 (10.1 por ciento en el primer trimestre de 2008, comparado con 9.5 por ciento en 2007). Es decir, en buena medida, el aumento en la tasa de crecimiento de las exportaciones no petroleras de 2007 al primer trimestre de 2008 se atribuye al sector automotriz (Gráfica 21).

En segundo lugar, es relevante comparar el crecimiento de las exportaciones a diferentes regiones (Cuadro 5 y Gráfica 22). En este contexto, es posible apreciar que las exportaciones a países distintos de los Estados Unidos han mostrado una tasa de expansión sensiblemente mayor que la correspondiente a las dirigidas a dicho país.<sup>29</sup> En efecto, en el primer trimestre de 2008 las exportaciones dirigidas a Estados Unidos aumentaron 7.7 por ciento, mientras que las canalizadas al resto del mundo lo hicieron en 25.9 por ciento.

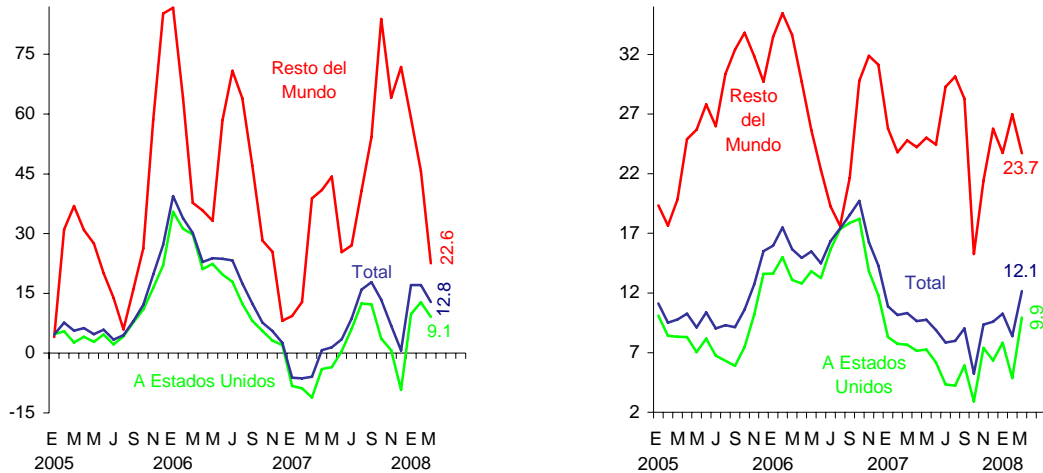
<sup>29</sup> Inclusive, como puede apreciarse, el ligero repunte de las exportaciones dirigidas a Estados Unidos en el primer trimestre de 2008, con relación a lo observado en 2007, se atribuye únicamente a mayores ventas automotrices, tema ya discutido en el punto anterior.

**Gráfica 22**
**Exportaciones Manufactureras a Distintos Mercados**

Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados y promedio móvil de tres meses, excepto a partir del cuarto trimestre de 2007

a) Automotriz

b) Manufactureras Sin Automotriz



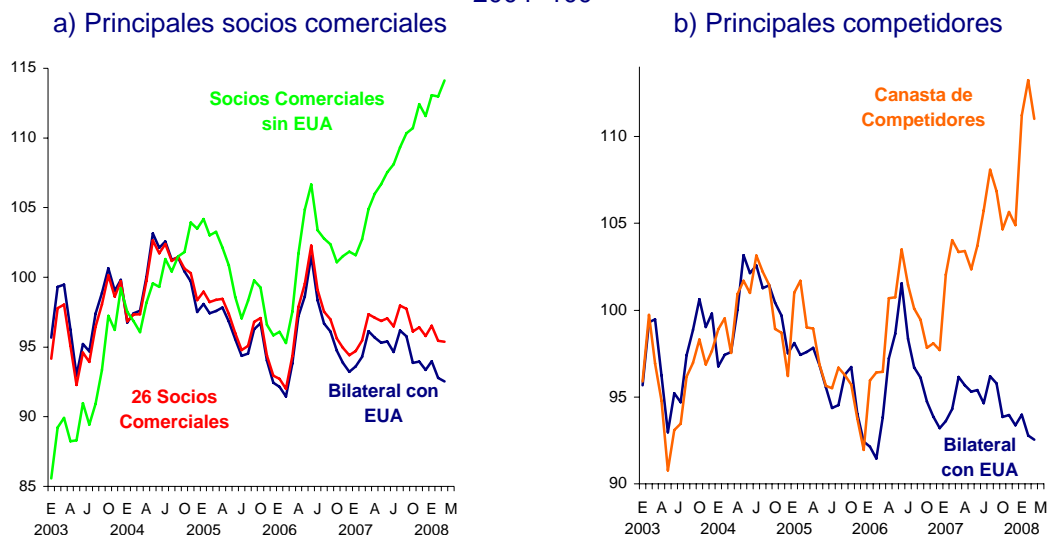
Fuente: Banco de México.

- e) Uno de los factores que ha conducido a una mayor diversificación de los destinos de las exportaciones no petroleras mexicanas a partir de 2004 ha sido el hecho de que el tipo de cambio real del peso respecto al dólar no ha mostrado variaciones importantes, en un contexto en el que esa moneda se ha depreciado respecto a otras del mundo. Esto ha traído como consecuencia una depreciación real del peso respecto a monedas distintas del dólar.

Lo anterior puede apreciarse en la Gráfica 23, donde se observa que el tipo de cambio real bilateral de México con Estados Unidos se ha apreciado ligeramente de 2004 al primer trimestre de 2008 (6.9 por ciento). En este contexto, la importante depreciación que el dólar ha registrado respecto a otras monedas del mundo ha conducido a que, en términos reales, de 2004 al primer trimestre de 2008 el peso se haya depreciado en 13.4 por ciento respecto al grupo de los 25 principales socios comerciales del país (sin incluir a Estados Unidos).<sup>30</sup>

<sup>30</sup> Para la elaboración de dicho tipo de cambio multilateral real se consideró la participación de los 25 principales mercados de las exportaciones no petroleras de México, sin incluir a Estados Unidos. Por otra parte, en la Gráfica 23a el índice correspondiente a 26 socios comerciales adicionales a Estados Unidos, reconociendo el peso específico de ese país en las exportaciones no petroleras de México.

**Gráfica 23**  
**Índices de Tipo de Cambio Real del Peso Mexicano <sup>1/</sup>**  
 2004=100



<sup>1/</sup> Un aumento en el índice representa una depreciación del tipo de cambio real.  
 Fuente: Banco de México.

- f) Cabe destacar que, en los últimos dos años, el peso mexicano también se ha depreciado en términos reales respecto a la canasta de los principales competidores que enfrenta México en el mercado estadounidense (Gráfica 23b).<sup>31</sup> Esto ha contribuido a mitigar el impacto de un menor crecimiento en Estados Unidos sobre el volumen de exportaciones no petroleras dirigidas a ese país.
- g) Las importaciones de mercancías mostraron un crecimiento anual significativo en el primer trimestre del año, que abarcó a los tres renglones que las conforman (bienes intermedios, de capital y de consumo).<sup>32</sup> Claramente, estos crecimientos reflejan en gran parte la evolución reciente de los diversos componentes de la demanda agregada. Sin embargo, el valor de las importaciones se vio influido al alza por el ya referido incremento de las adquisiciones en el exterior de productos petroleros, cuyos precios se han visto incrementados, así como por aumentos elevados de los precios medios de importación de un conjunto de productos primarios, particularmente, de origen agropecuario y alimentos seleccionados (Recuadro 4).

<sup>31</sup> La canasta de 11 países competidores de México en el mercado de Estados Unidos que se utiliza para la Gráfica 23b incluye a China, Filipinas, Corea del Sur, Tailandia, Malasia, Hong Kong, Indonesia, Hungría, Turquía, Polonia y Portugal. La metodología para determinar esta canasta de competidores de México en el mercado de Estados Unidos se encuentra descrita en el documento de investigación No. 2007-12 del Banco de México intitulado "La Ventaja Comparativa y el Desempeño de las Exportaciones Manufactureras Mexicanas en el Periodo 1996-2005" de Daniel Chiquiar, Edna Fragoso y Manuel Ramos Francia. Las monedas de estos países se ponderaron con base en el valor de las importaciones de Estados Unidos provenientes de cada uno de estos países en 2006-2007.

<sup>32</sup> En el primer trimestre del presente año el valor de las importaciones de mercancías registró un incremento anual de 17.5 por ciento, que se originó de alzas respectivas de 13.7, 22.1 y 35 por ciento de las importaciones de bienes intermedios, consumo y capital. Las tasas correspondientes de las importaciones totales, de las de bienes intermedios y de consumo resultan significativamente menores al excluir a los productos petroleros, al situarse en 14.3, 11.5 y 9.5 por ciento, respectivamente. Por otra parte, en el caso de las importaciones de bienes de capital, cabe precisar, como se señaló en la nota de pie 26, que en el primer trimestre de 2008 dichas adquisiciones fueron influidas al alza por las efectuadas por la industria minera. Tales cifras son preliminares y están sujetas a revisión.

Durante el primer trimestre de 2008 la entrada de recursos al país por concepto de remesas sumó 5,350 millones de dólares, cifra que implicó una caída anual de 2.9 por ciento. Esta caída cobra especial relevancia si se toma en cuenta que en 2007 esta fuente de ingresos ya se había desacelerado de manera importante, al incrementarse en sólo 1 por ciento (Recuadro 3).

Considerando la información presentada en los párrafos anteriores, aunada a la disponible sobre otros renglones de las cuentas externas, se estima que la cuenta corriente de la balanza de pagos habrá mostrado un saldo deficitario de aproximadamente 4 mil millones de dólares en el primer trimestre de 2008 (Cuadro 6). Por otra parte, se calcula que en el trimestre la cuenta de capital habrá arrojado un superávit de alrededor de 10 mil 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, tanto directa como de cartera, y de financiamiento dirigido a proyectos Pidiregas; y, salidas derivadas tanto de desendeudamiento externo del sector público, como de un aumento de activos en el exterior.<sup>33</sup> Asimismo, en el primer trimestre de 2008 la reserva internacional neta del Banco de México aumentó en 6,051 millones de dólares. Ello implicó que el monto de dicho acervo al cierre de marzo se haya ubicado en 84,042 millones de dólares.

**Cuadro 6**  
**Balanza de Pagos**  
Millones de dólares

	2006		2007				2008
	Anual	Anual	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	I Trim
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>-2,220</b>	<b>-7,281</b>	<b>-2,428</b>	<b>-1,405</b>	<b>-1,166</b>	<b>-2,282</b>	<b>-3,949</b> <sup>e/</sup>
Balanza Comercial	-6,133	-11,100	-2,454	-2,456	-2,510	-3,681	-3,547
Exportaciones	249,925	271,875	60,269	67,656	70,269	73,681	70,126
Importaciones	256,058	282,975	62,723	70,112	72,779	77,362	73,673
Servicios No Factoriales	-5,736	-6,639	-525	-1,909	-2,264	-1,941	-1,000
Servicios Factoriales	-14,476	-13,894	-5,061	-3,491	-2,804	-2,538	-4,852
Transferencias	24,124	24,352	5,611	6,451	6,412	5,878	5,450
Remesas Familiares	23,742	23,979	5,508	6,351	6,339	5,781	5,350
<b>Cuenta de Capital</b>	<b>-2,046</b>	<b>19,633</b>	<b>4,377</b>	<b>2,616</b>	<b>5,544</b>	<b>7,097</b>	<b>10,000</b> <sup>e/</sup>
<b>Errores y Omisiones</b>	<b>3,263</b>	<b>-2,066</b>	<b>-436</b>	<b>-465</b>	<b>-1,105</b>	<b>-60</b>	
<b>Variación de la Reserva Internacional Neta</b>	<b>-989</b>	<b>10,311</b>	<b>1,516</b>	<b>744</b>	<b>3,285</b>	<b>4,767</b>	<b>6,051</b>
<b>Ajustes por Valoración</b>	<b>-14</b>	<b>-25</b>	<b>-4</b>	<b>2</b>	<b>-12</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>

e/ Cifras estimadas.

Nota: La cuenta de capital del primer trimestre de 2008 incluye el renglón de errores y omisiones.

Fuente: Banco de México.

<sup>33</sup> El aumento en los activos en el exterior refleja las transacciones normales de un país muy integrado a la economía mundial, como es el caso de México, tanto en el mercado de bienes y servicios como en el financiero. Tales transacciones incluyen un flujo importante de inversión directa de firmas mexicanas en otros países; depósitos bancarios de empresas nacionales (exportadoras e importadoras) que requieren para sus transacciones comerciales y financieras con el exterior; activos en el exterior de sociedades de inversión; depósitos de instituciones bancarias de los sectores privado y público; y activos en el exterior de entidades del sector público.



### Recuadro 4 Incremento en los Valores Unitarios de las Importaciones de México de Insumos Agropecuarios y Alimentos

Los precios internacionales de la mayoría de los principales productos primarios de origen agropecuario, así como los de una diversidad de alimentos, han seguido una tendencia ascendente a partir de 2006. Tal evolución ha generado presiones internas al alza de precios en un número importante de economías, incluyendo a México.

Asimismo, para los países importadores de esos productos, como es el caso de la economía mexicana, ésto ha implicado una pérdida de ingresos. Por otra parte, cabe reconocer también que los precios o valores unitarios de una gama de productos agropecuarios que México exporta, especialmente aquéllos de frutas, legumbres y hortalizas, han presentado una tendencia al alza, pero ésta ha sido muy reciente y mucho menos acentuada que como ha ocurrido con los precios de los insumos y alimentos de origen agropecuario que se adquieren del exterior.

**Cuadro 1  
Comercio Exterior de Insumos Agropecuarios y de Diversos Alimentos: Período Anual de Abril de 2007 a Marzo de 2008<sup>1/</sup>**

Importaciones: 127 productos	Monto de Importación	Valores Unitarios 2005=100	Incremento en Costo por Mayor Valor Unitario
<b>TOTAL</b>	<b>12,898</b>	<b>138</b>	<b>3,428</b>
<b>Cereales</b>	<b>3,283</b>	<b>172</b>	<b>1,364</b>
Maíz	1,755	171	732
Trigo	947	185	435
Sorgo	269	165	101
Arroz	284	142	84
<b>Lácteos</b>	<b>1,577</b>	<b>154</b>	<b>561</b>
Leche en Polvo	656	173	276
Queso	343	133	79
<b>Prods. de Molinería</b>	<b>583</b>	<b>156</b>	<b>203</b>
Granos de Maíz Procesados	374	161	142
<b>Soya</b>	<b>1,394</b>	<b>150</b>	<b>459</b>
<b>Carne</b>	<b>2,714</b>	<b>104</b>	<b>90</b>
<b>Otros Alimentos</b>	<b>1,311</b>	<b>120</b>	<b>201</b>
<b>Otros Productos</b>	<b>2,036</b>	<b>135</b>	<b>549</b>
Algodón	480	119	75
Semillas para Siembra	879	145	283
Tabaco	131	170	57

Exportaciones: 70 productos	Monto de Exportación	Valores Unitarios 2005=100	Incremento en Ingreso por Mayor Valor Unitario
<b>TOTAL</b>	<b>7,994</b>	<b>109</b>	<b>642</b>
<b>Alimentos</b>	<b>7,856</b>	<b>108</b>	<b>620</b>
Cacao	70	129	18
Café	345	113	31
Frutas y Frutos	2,054	116	275
Aguacate	649	134	165
Limón	251	127	54
Ganado Bovino	448	107	31
Hortalizas	3,506	105	163
Pepinos	324	110	30
Tomate	1,187	113	140
Otros Alimentos	362	152	143
<b>Otros Productos</b>	<b>137</b>	<b>121</b>	<b>22</b>
Algodón	62	128	13

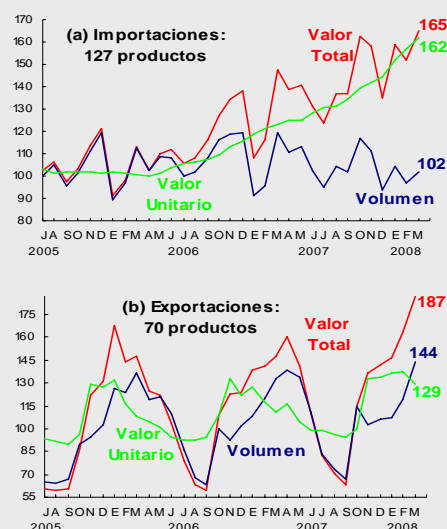
**PÉRDIDA NETA: -2,786**

1/ Los montos de Importación y Exportación, al igual que los incrementos en costo e ingreso están medidos en millones de dólares.

El valor de las importaciones de México de un conjunto de 127 insumos de origen agropecuarios y de diversos alimentos resultó en el primer trimestre de 2008, de 3,527 millones de dólares y se situó en 12,898 millones en el periodo anual, comprendido de abril de 2007 a marzo del presente año (Cuadro 1). Dicho valor de importaciones se incrementó de manera significativa a partir de 2006, debido principalmente a alzas de los valores unitarios o precios medios de esa canasta de productos. Así, al cierre de marzo de 2008 el valor unitario de dicha canasta registró un incremento de 62 por ciento con relación a 2005 (Gráfica 1a), año en que en su conjunto tales valores mostraron una estabilidad significativa. En el periodo considerado el volumen de

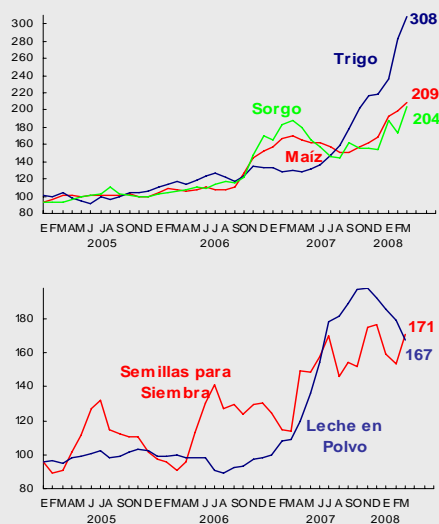
tales parte, la evolución de los importaciones prácticamente se mantuvo sin cambio, dado que su alza resultó de sólo 2 por ciento con relación a 2005 (Gráfica 1a). Por otra valores unitarios de importación implicó en el primer trimestre de 2008 un encarecimiento de tales adquisiciones de 1,188 millones de dólares y la pérdida en el referido periodo anual resultó de 3,428 millones de dólares (Cuadro 1 y Gráfica 4).

**Gráfica 1  
Insumos de Origen Agropecuario y Diversos Alimentos:  
Índices 2005=100**

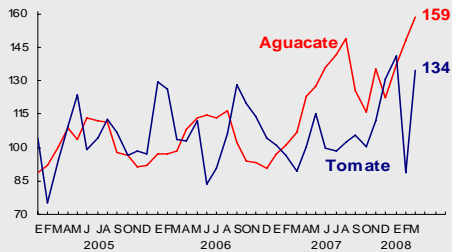


En los productos de importación de origen agropecuario en los que su encarecimiento ha implicado una pérdida significativa para el país, sobresalen el maíz, el trigo, la soya, la leche en polvo, y las semillas para siembra (Cuadro 1 y Gráfica 2). Así, tan solo en esos cinco productos la consecuente pérdida de ingreso para el país en el periodo anual comprendido de abril de 2007 a marzo de 2008, resultó de 2,185 millones de dólares, equivalente a casi dos terceras partes del incremento total en el costo de importación de los 127 insumos agropecuarios y alimentos considerados.

**Gráfica 2  
Importaciones: Índices de Valor Unitario  
de Insumos Agropecuarios y Alimentos Seleccionados  
2005=100**



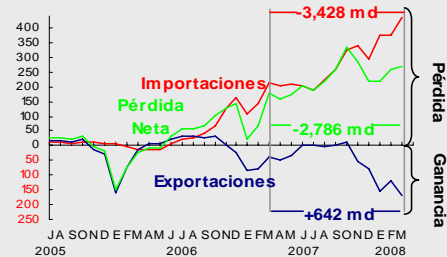
**Gráfica 3**  
Exportaciones: Índices de Valor Unitario de Productos Agropecuarios Seleccionados  
2005=100



Por otro lado, también hay que reconocer que los valores unitarios o precios medios de exportación de una gama de productos agropecuarios se ha incrementado y que ello ha significado una ganancia para el país. Así, al considerar 70 productos agropecuarios que México exporta, resulta que al cierre de marzo de 2008 el valor unitario o precio medio de esa canasta de productos mostró un alza de 29 por ciento con relación al promedio de 2005 (Gráfica 1b). Lo anterior implicó una ganancia para el país en el periodo anual comprendido de abril de 2007 a marzo de 2008, de 642 millones de dólares (Cuadro 1). En los productos agropecuarios en los que el país ha obtenido una ganancia significativa por el incremento en su precio de exportación, destacan los casos de diversas frutas y hortalizas, tales como el

aguacate, el tomate, el limón, etc. (Gráfica 3). No obstante, dicha ganancia en el referido periodo anual sólo fue equivalente a 18.7 por ciento de la pérdida asociada al encarecimiento de la importación de los insumos agropecuarios y alimentos.

**Gráfica 4**  
Pérdida Neta Mensual por Incrementos de los Valores Unitarios de los Insumos de Origen Agropecuario y de Diversos Alimentos  
Millones de dólares



Por último, la pérdida neta para el país resultante del deterioro de sus términos de intercambio del sector agropecuario se situó en el primer trimestre de 2008 en 746 millones de dólares y en el lapso de doce meses considerados alcanzó 2,786 millones de dólares (Cuadro 1 y Gráfica 4).

### 3.3. Costos y Precios

#### 3.3.1. Salarios

La información más reciente de los indicadores salariales con mayor cobertura del sector laboral mostró una disminución en su ritmo de crecimiento. Por otro lado, los salarios contractuales, cuya cobertura es menor y refleja las negociaciones que estarán vigentes durante un año, mostraron un ligero incremento (Gráfica 24).<sup>34</sup>

El ingreso nominal del personal ocupado remunerado total del país, de acuerdo a datos de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), aumentó 2.9 por ciento a tasa anual durante el cuarto trimestre de 2007, mientras que el trimestre previo fue 4.6 por ciento (Cuadro 7).

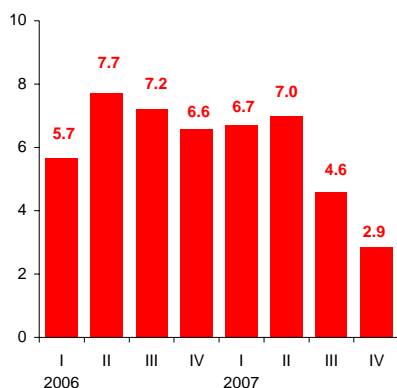
Por su parte, el salario base de cotización, que incorpora a los trabajadores afiliados al IMSS, tuvo una variación anual promedio de 4.6 por ciento en el periodo enero-febrero de 2008, cifra 0.5 puntos porcentuales menor a la observada para el trimestre anterior. Con ello se mantuvo la tendencia a la baja de este indicador iniciada en 2007 (Cuadro 7).

<sup>34</sup> Los indicadores salariales con mayor cobertura son el ingreso nominal del personal ocupado remunerado total y el salario base de cotización al IMSS. El primero de éstos se obtiene a partir de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, incluye la totalidad de las percepciones monetarias y en especie que recibió la población ocupada por el desempeño de su ocupación durante el periodo que se reporta. Respecto del salario base de cotización al IMSS, éste considera el sueldo diario que en promedio recibieron los trabajadores afiliados a dicho instituto durante el lapso de tiempo indicado, así como algunas prestaciones (p.ej. gratificaciones, prima vacacional y comisiones). Por otra parte, los salarios contractuales comprenden únicamente el incremento directo al tabulador que negocian los trabajadores de las empresas de jurisdicción federal y que serán vigentes durante un año. Cabe señalar que la composición mensual de este último indicador se integra con la información de las empresas que llevaron a cabo sus revisiones salariales, usualmente en el mismo periodo del año, razón por la que éste exhibe un patrón de comportamiento estacional.

**Gráfica 24**

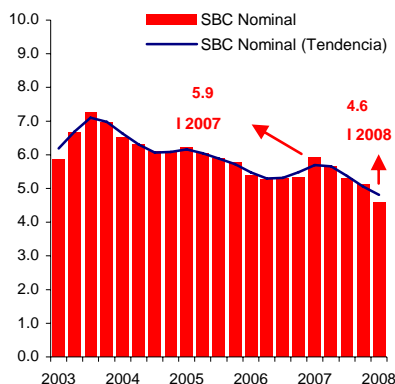
**Tendencia de Indicadores Salariales**

a) Ingreso Nominal (ENOE) <sup>1/</sup>  
Variación anual en por ciento



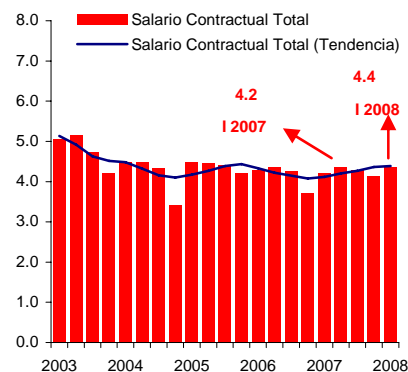
1/ Cobertura: personal ocupado remunerado total, el cual promedió 40.1 millones de personas durante los cuatro trimestres de 2007.

b) Salario Base de Cotización Nominal <sup>2/</sup>  
Variación anual en por ciento



2/ Este indicador considera a los trabajadores afiliados al IMSS. Cobertura: 14.6 millones de trabajadores en promedio durante 2007, lo que corresponde a 36.4 por ciento del personal ocupado remunerado total. Para 2008, la información corresponde al periodo enero-febrero.

c) Salario Contractual <sup>3/</sup>  
Cifras en por ciento



3/ En este dato se incluyen las negociaciones salariales que se efectuaron en empresas de jurisdicción federal. Cobertura: 1.9 millones de trabajadores durante 2007, lo que corresponde a 4.6 por ciento del personal ocupado remunerado total.

En lo que corresponde a los salarios contractuales, en los primeros tres meses de 2008 las empresas de jurisdicción federal negociaron un aumento promedio de 4.4 por ciento, mientras que en el mismo periodo del año previo dicha cifra alcanzó 4.2 por ciento. El mayor incremento obedece a los aumentos salariales pactados por las empresas públicas, principalmente las del sector educativo. En la Gráfica 25c se presenta la función de densidad de los incrementos al salario contractual de los trabajadores en empresas públicas, donde se observa un desplazamiento hacia la derecha en la distribución.

**Cuadro 7**  
**Indicadores Salariales**  
Variación anual en por ciento

	2007					2008
	I	II	III	IV	Ene-Dic	I
<b>Ingreso Nominal (ENOE)</b>	6.7	7.0	4.6	2.9	5.3	n.d.
<b>Salario Base de Cotización (IMSS) <sup>1/</sup></b>	5.9	5.7	5.3	5.1	5.5	4.6
<b>Salario Contractual Total <sup>2/</sup></b>	4.2	4.4	4.3	4.1	4.2	4.4
Empresas Públicas	3.9	4.2	4.3	4.0	4.1	4.1
Sector Educativo	3.8	3.9	4.3	4.3	4.0	4.3
Empresas Privadas	4.3	4.4	4.3	4.4	4.3	4.4

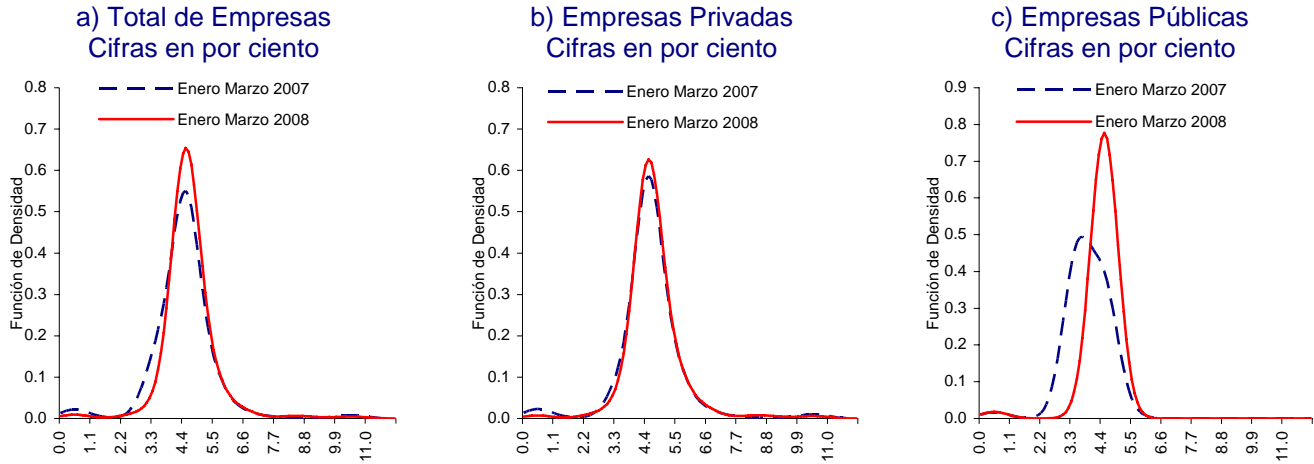
n.d. No disponible.

1/ Para 2008, la información corresponde al periodo enero-febrero.

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

Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social (STPS).

**Gráfica 25**  
**Distribución de los Incrementos al Salario Contractual<sup>1/</sup>**  
 Distribución de Frecuencias Relativas

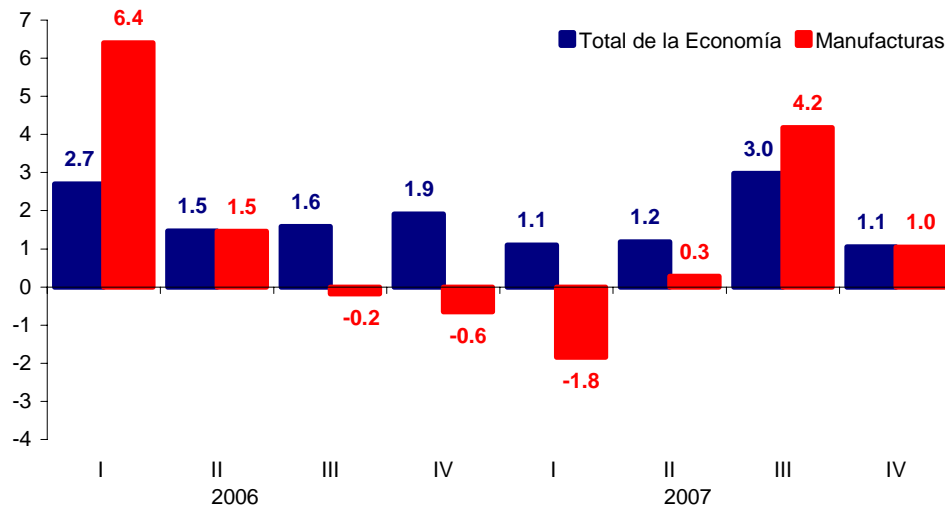


1/ Las gráficas representan funciones de densidad calculadas para ajustar los datos de los incrementos al salario contractual obtenidos por los trabajadores.

### 3.3.2. Producto por Trabajador

De acuerdo con los resultados de la ENOE y con información de Cuentas Nacionales, el producto por trabajador para el total de la economía registró un incremento de 1.1 por ciento durante el cuarto trimestre de 2007 (el promedio del año fue 1.6 por ciento, Gráfica 26). Por otra parte, en la industria manufacturera, el indicador correspondiente creció 1.0 por ciento en el trimestre señalado y 0.9 por ciento en promedio para el año.

**Gráfica 26**  
**Producto por Trabajador: Total de la Economía e Industria Manufacturera<sup>1/</sup>**  
 Variación anual en por ciento

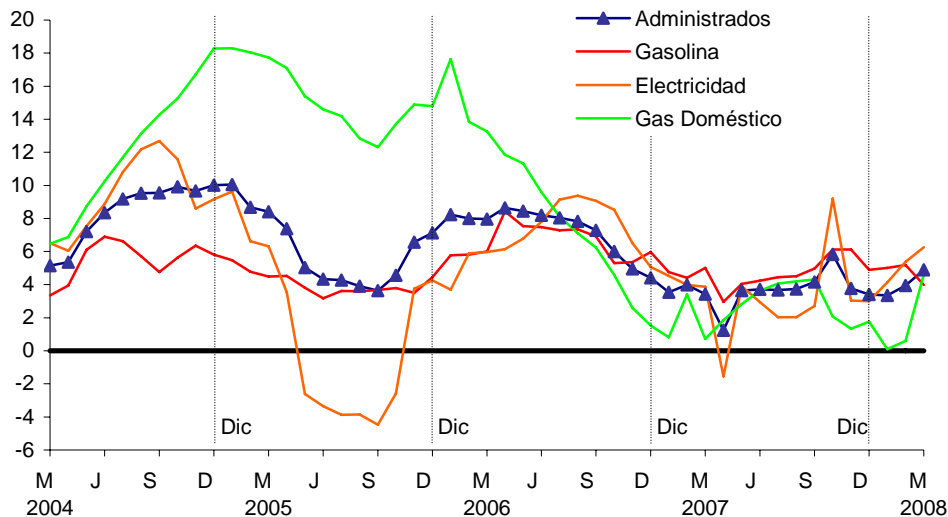


1/ Para calcular el producto medio por trabajador, se toma en cuenta la información de producción de Cuentas Nacionales y el personal ocupado de la ENOE.

### 3.3.3. Bienes y Servicios Administrados y Concertados

La variación anual del subíndice de precios de los bienes y servicios administrados alcanzó 4.90 por ciento en marzo de 2008, mientras que al cierre del trimestre previo se ubicó en 3.41 por ciento. Ello se explica, en gran medida, por las crecientes tasas de variación de los cargos por el consumo de energía eléctrica y de gas para uso doméstico. Al respecto, la tasa de variación anual del primer genérico referido pasó de 3.00 a 6.26 por ciento entre diciembre de 2007 y marzo de 2008, mientras que la correspondiente al segundo aumentó de 1.76 a 4.61 por ciento durante el mismo lapso. La mayor inflación de la electricidad obedeció a un ritmo más elevado de crecimiento de las tarifas eléctricas de alto consumo (DAC), cuya actualización se afecta por las variaciones en los precios de diversos combustibles.<sup>35</sup> En el caso del gas para uso doméstico, su mayor tasa de variación obedeció a la trayectoria alcista de la cotización del gas natural en los mercados internacionales (Cuadro 1 y Gráfica 27).<sup>36</sup>

**Gráfica 27**  
**Subíndice de Precios Administrados**  
 Variación anual en por ciento



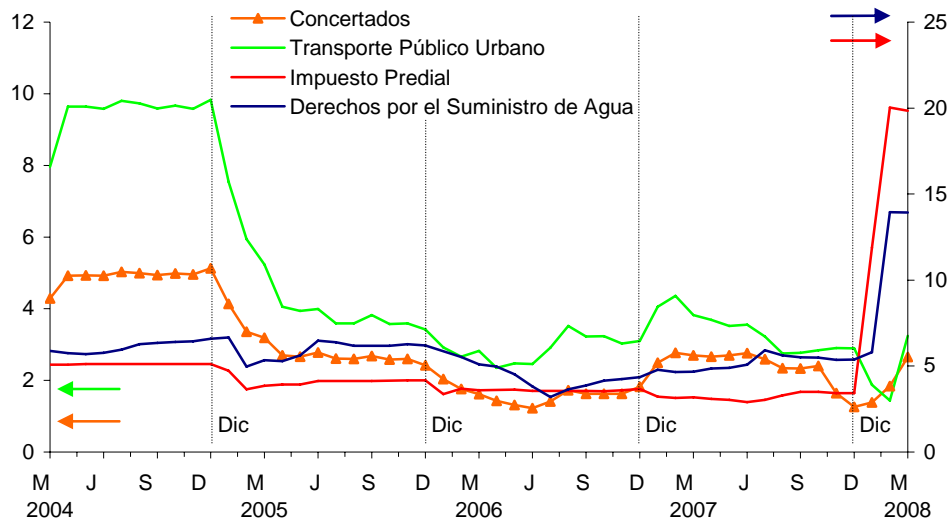
Con relación al subíndice de precios concertados, al finalizar el primer trimestre de 2008 su tasa de variación anual fue de 2.65 por ciento, lo que implicó un aumento de 1.39 puntos porcentuales con relación al dato observado en diciembre de 2007 (1.26 por ciento, Cuadro 1 y Gráfica 28). En este incremento incidieron los ajustes que se efectuaron en las tarifas del impuesto predial y de los derechos por suministro de agua (particularmente en el Área Metropolitana de la Ciudad de México), así como los aumentos a los pasajes del transporte público urbano en 13 de las 46 localidades donde se recaba información para el INPC. En particular, la tasa de variación anual del predial pasó de 3.42 por ciento en

<sup>35</sup> Cabe señalar que a partir de enero de 2008 cambió la fórmula para el cálculo de las tarifas eléctricas domésticas de alto consumo (DAC). En el nuevo esquema aumenta el ponderador de los combustibles de 20 a 35 por ciento, y se amplía de 3 a 7 el número de subíndices del INPP que se utilizan para el cálculo del componente de actualización por inflación (Industria de la Madera y sus Productos; Industrias Químicas, de Petróleo, Caucho y Plástico; Productos de Minerales no Metálicos; Industrias Metálicas Básicas; Productos Metálicos, Maquinaria y Equipo; Otras Industrias Manufactureras; y, Construcción).

<sup>36</sup> El precio externo de referencia del gas natural (denominada TETCO, cuyo punto de cotización es en Texas, EEUU) aumentó 29.8 por ciento entre diciembre de 2007 y marzo de 2008.

diciembre de 2007 a 19.84 por ciento en marzo de 2008; en el caso de los derechos por suministro de agua el aumento fue de 5.37 a 13.93 por ciento; y en el transporte público urbano de 2.90 a 3.24 por ciento, en las mismas fechas.

**Gráfica 28**  
**Subíndice de Precios Concertados**  
 Variación anual en por ciento

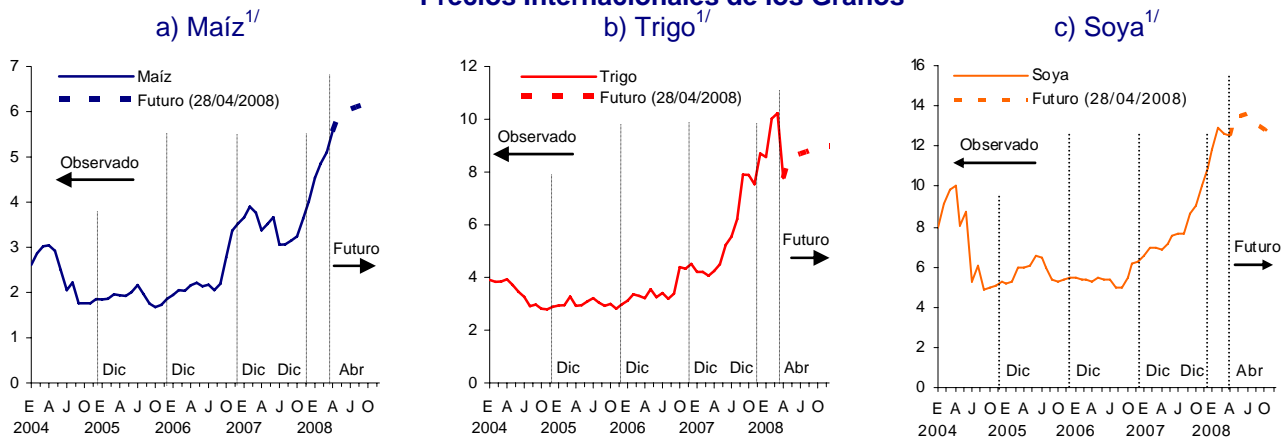


### 3.3.4. Materias Primas Alimenticias

La tendencia alcista que han venido mostrando los precios de los granos desde 2006 continuó este trimestre (Gráfica 29). En efecto, entre el cierre de 2007 y marzo de 2008, las cotizaciones internacionales del maíz, del trigo y de la soya registraron aumentos de 26.87, 17.59 y 15.37 por ciento, respectivamente. Estas alzas, en general, fueron mayores a la expectativa que se tenía de acuerdo a los niveles de precio señalados en los mercados a futuro al finalizar 2007 (Gráfica 30). Al considerar los precios que registraron el trigo, la soya y el maíz en diciembre de 2007, y contrastarlos con los que se negociaron en el mercado de futuros, al 28 de abril, para diciembre de 2008, se encuentra que la variación esperada sería de 3.45, 15.74 y 53.48 por ciento, respectivamente (Cuadro 8).<sup>37</sup> Cabe señalar que, en caso que estas variaciones se materialicen los incrementos acumulados, entre el cierre de 2005 y de 2008, en los precios internacionales del maíz, del trigo y de la soya, alcanzarían 231.72, 202.01 y 130.00 por ciento, respectivamente.

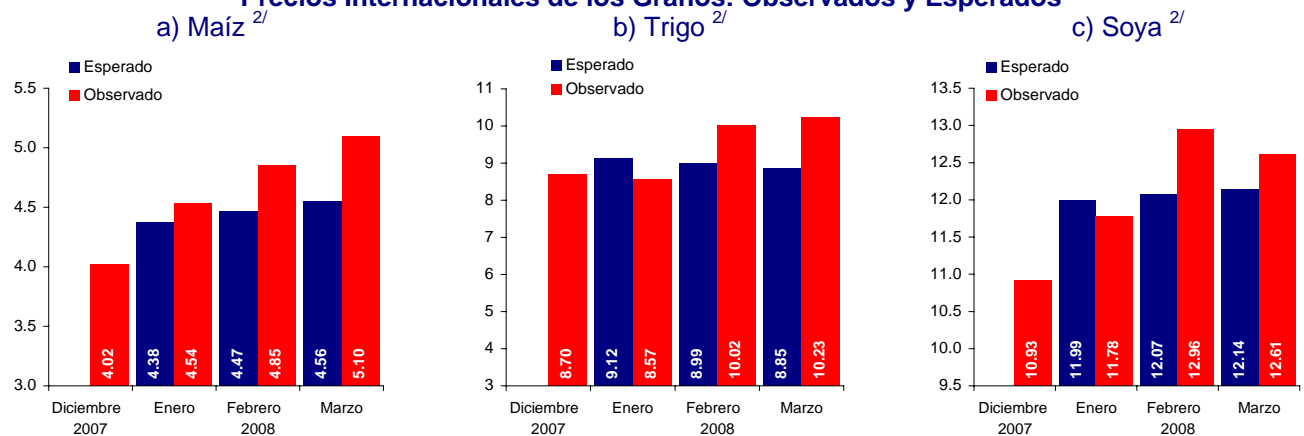
<sup>37</sup> El Departamento de Agricultura de Estados Unidos informó el 31 de marzo de 2008 que la superficie cosechada de maíz disminuyó 8 por ciento mientras que la de la soya y la del trigo aumentaron 18 y 6 por ciento respectivamente.

**Gráfica 29**  
**Precios Internacionales de los Granos**



1/ Dólares por bushel.  
Fuente: United States Department of Agriculture (USDA).  
Chicago Board of Trade (CBT).

**Gráfica 30**  
**Precios Internacionales de los Granos: Observados y Esperados<sup>1/</sup>**



1/ Precios esperados al finalizar el cuarto trimestre de 2007 de acuerdo con cotizaciones de los contratos de futuros del mes de referencia (Chicago Board of Trade, 31 de diciembre de 2007). Asimismo, los precios observados corresponden al promedio del período de referencia.  
2/ Dólares por bushel.  
Fuente: United States Department of Agriculture (USDA).  
Chicago Board of Trade (CBT).

Cabe mencionar que ha continuado una vigorosa demanda de granos a nivel mundial, tanto para alimento humano y animal, como para la producción de etanol (en el caso del maíz). Asimismo, en virtud de que los precios internacionales de las materias primas se determinan en dólares, la depreciación de esta moneda ha producido presiones adicionales sobre dichas cotizaciones. Esto último, en adición a la reducción en las tasas de interés en los Estados Unidos, ha inducido una mayor demanda por instrumentos financieros asociados con las materias primas, lo que ha incidido en sus cotizaciones.

Los factores anteriores han presionado la operación de los mercados internacionales de granos. Durante el primer trimestre de 2008 continuaron incrementándose las medidas para restringir la exportación por parte de algunos países productores, con el propósito de proteger su abasto interno. En otros casos, se redujeron o eliminaron los aranceles a la importación de productos básicos como cereales y lácteos, buscando mitigar el impacto inflacionario de sus

precios (Recuadro 5). Este entorno se ha agravado por los bajos niveles de inventarios que han venido alcanzando algunos granos, particularmente el trigo y la soya.

**Cuadro 8**  
**Precios Internacionales Observados y a Futuro de Granos y Leche**  
 Cifras al final del periodo

Fecha	Dólares por bushel			Dólares por centena de libra	
	Maíz	Trigo	Soya	Leche líquida	Leche en polvo
2005	1.86	2.98	5.50	13.37	12.57
2006	3.53	4.51	6.29	12.55	12.30
2007	4.02	8.70	10.93	20.60	19.18
2008 <sup>1/</sup>	6.17	9.00	12.65	19.18	17.18
<b>Variación entre años de referencia en por ciento</b>					
2006 - 2005	89.78	51.34	14.36	-6.13	-2.15
2007 - 2006	13.88	92.90	73.77	64.14	55.93
2008 - 2007	53.48	3.45	15.74	-6.89	-10.43
2008 - 2005	231.72	202.01	130.00	43.46	36.67

<sup>1/</sup>Precio para diciembre de 2008 estimado con la cotización de futuros correspondiente al 28/04/2008.

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

Las cotizaciones internacionales de la leche en polvo y líquida presentaron trayectorias ascendentes a partir del segundo semestre de 2006, mismas que en los últimos meses se han venido revirtiendo parcialmente. Aun así, los precios de los referidos bienes se ubicaron en marzo de 2008 en niveles de 14.27 y 30.91 por ciento por arriba del promedio que registraron entre 2004 y 2006. Adicionalmente, las curvas de futuros de ambos lácteos, al 28 de abril de 2008, sugieren que dichas cotizaciones podrían repuntar. Considerando dicha información, en el caso de la leche en polvo se estima que al cierre de 2008 su precio pudiera aumentar 21.21 por ciento con respecto a su nivel de marzo, mientras que en el de la leche líquida se anticipa un alza de 6.58 por ciento (Gráfica 31).

Las carnes de res y de cerdo mantuvieron sus precios prácticamente estables a lo largo del primer trimestre del año. Sin embargo, las curvas de futuros de estos cárnicos (28/abril/2008) sugieren que dichas cotizaciones podrían aumentar en los meses siguientes. En particular, los precios a futuro de la carne de res y de cerdo para diciembre de 2008 se ubican 15.56 y 38.81 por ciento por arriba del nivel que registraron los precios de dichos bienes en marzo (Gráfica 32).



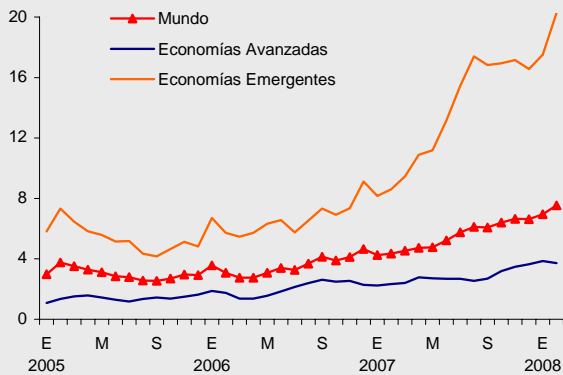
**Recuadro 5**

**Consideraciones sobre la Inflación Global de Alimentos**

A partir de 2006 los precios internacionales de las materias primas agrícolas, especialmente granos y lácteos, han presentado una trayectoria ascendente. Dichos aumentos se han traducido en elevadas tasas de inflación de alimentos a nivel global (Gráfica 1). El alza en los precios de los alimentos se ha acentuado significativamente en los países emergentes, alcanzando según estimaciones de Banco de México una variación anual de 20 por ciento en febrero de 2008, indicador que fluctuó alrededor de 5 por ciento durante 2005. Asimismo, en la mayoría de los países, la inflación de los alimentos ha afectado en mayor grado a los hogares con menores ingresos, ya que éstos destinan proporciones de gasto más altas a la compra de alimentos. Esta situación ha generado presiones sociales que han llevado a varios gobiernos a tomar diversas medidas de política. En el caso de algunos países exportadores de granos, estas políticas, si bien contrarrestan en el corto plazo los incrementos en los precios internos, también restringen la oferta internacional y, en el mediano plazo, podrían desincentivar la expansión de la producción.

**Gráfica 1**

**Inflación Mundial de Alimentos**

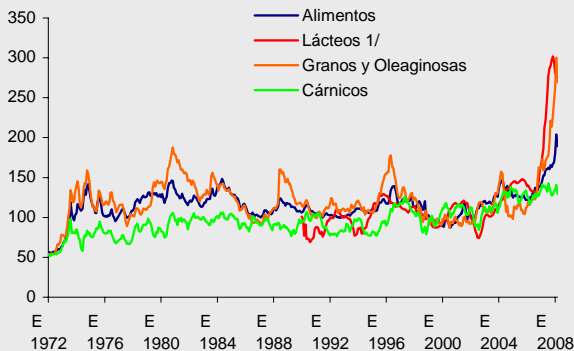


Fuente: Base de datos de World Economic Outlook, FMI, y estimaciones del Banco de México.

La volatilidad de los precios agrícolas es un fenómeno ampliamente conocido. De hecho, durante los últimos 35 años se han observado varios episodios de precios relativamente altos. Sin embargo, lo que caracteriza la coyuntura actual es la significativa magnitud de los incrementos que han ocurrido simultáneamente en un amplio grupo de materias primas alimenticias (Gráfica 2).

**Gráfica 2**

**Precios Agrícolas Internacionales**  
(Índices, 1998-2000=100)



Fuente: Commodity Research Bureau (CRB).  
1/Índice de Precios estimado por FAO.

Las causas de los incrementos de precios que se han observado en las materias primas alimenticias incluyen una combinación de cambios estructurales y choques temporales. Los cambios estructurales incluyen factores tanto de demanda como de oferta.

**Factores de Demanda**

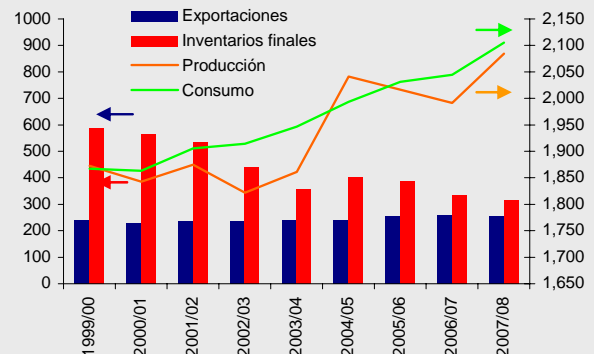
- a) Las altas tasas de crecimiento de países emergentes, especialmente China e India, y la consecuente mejora del poder adquisitivo de su población, ha incrementado su demanda por cárnicos y lácteos, lo cual a su vez ha aumentado la demanda por granos.
- b) El mayor uso de bioenergéticos, que utilizan insumos como la caña de azúcar, maíz, oleaginosas y aceites.
- c) La mayor participación en los mercados internacionales de materias primas agrícolas por parte de inversionistas. Ello en virtud de las reducciones en las tasas de interés, depreciación del dólar y anticipación de la tendencia futura de los precios debido al desarrollo esperado de los bioenergéticos.

**Factores de Oferta**

- d) La disminución gradual de inventarios globales, en particular de los cereales, debido principalmente al alto costo de almacenar perecederos (Gráfica 3).
- e) Los incrementos en los precios de los combustibles, que han incidido sobre los costos de producción y transporte.

**Gráfica 3**

**Oferta, Demanda e Inventarios Globales de Cereales**  
Millones de Toneladas Métricas



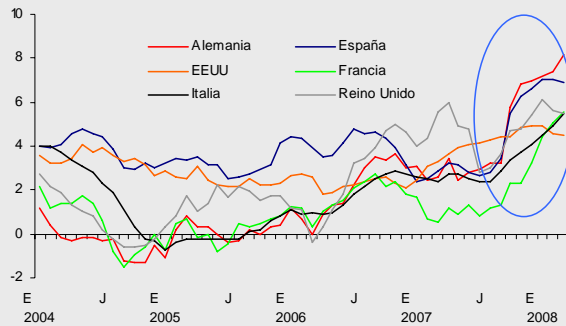
Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA).

Adicionalmente, en los últimos dos años varios de los países con una producción relevante han resentido choques temporales de oferta, propios de este sector, como son condiciones climáticas adversas.

Ello ha ocasionado presiones sociales que han llevado a varios gobiernos a aplicar diversas políticas enfocadas a mitigar los altos precios internos de los alimentos.<sup>1</sup> Sin embargo, algunas de las medidas aplicadas han generado mayores presiones en el mercado internacional. Por una parte, los países importadores han tendido a reducir las restricciones al comercio, presionando la demanda internacional y, por otra, algunos países exportadores han impuesto restricciones al comercio, lo que incide en una contracción de la oferta a nivel global (Gráficas 4 y 5).

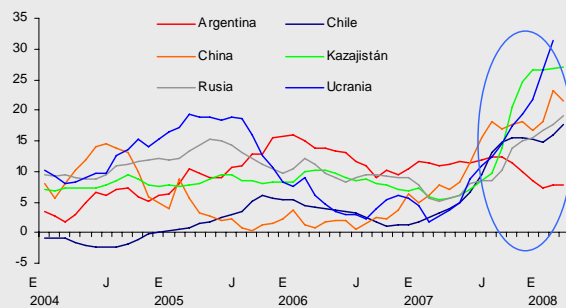
<sup>1</sup>Los países con menor desarrollo son los que enfrentan las mayores presiones. Tal es el caso de Haití, Egipto y Camerún, en los que recientemente se han presentado revueltas sociales.

**Gráfica 4**  
Inflación en Alimentos Varios Países Desarrollados



Fuente: Agencias estadísticas de cada país.

**Gráfica 5**  
Inflación en Alimentos Varios Países Exportadores Emergentes



Fuente: Agencias estadísticas de cada país y Bloomberg.

Entre los países que han relajado los controles a la importación de diversas materias primas alimenticias (tales como la reducción o eliminación de aranceles y autorización de cupos), destacan: Bangladesh, Bolivia, Ecuador, EE.UU., India, Indonesia, Marruecos, México, República de Corea, Rusia, Turquía y los integrantes de la Unión Europea. En otros países se han implementado controles de precios, subsidios y/o eliminación de impuestos al consumo, entre los que destacan: Azerbaijón, Camerún, Ecuador, Egipto, Rusia y Ucrania. Por su parte algunos de los principales países exportadores (Cuadro 1), en especial algunos emergentes que se caracterizan por la elevada participación que tiene el grupo de alimentos en el porcentaje de gasto de los hogares (Gráfica 6), han impuesto restricciones al comercio (Cuadro 2).<sup>2</sup>

En el mediano plazo, la evolución de los precios de los alimentos dependerá de la reacción que tenga la oferta mundial de materias primas alimenticias. Al respecto, destacan los casos de Rusia, Ucrania y Kazajistán, en los que, de acuerdo con datos de la Organización para la Alimentación y la Agricultura de las Naciones Unidas (FAO, por sus siglas en inglés), existe un importante potencial de tierras cultivables, alrededor de 12 millones de hectáreas, que fueron abandonadas durante el periodo de transición política y económica y pudieran ser utilizadas (Cuadro 3).

2/ Fuente: Food and Agriculture Organization, FAO.

**Cuadro 1**  
Participación en las Exportaciones Mundiales de Granos en 2007

	Participación (%) <sup>1/</sup>				
	Maíz	Trigo	Soya	Sorgo	Arroz
<b>Desarrollados</b>					
Australia		7.1%		3.2%	
Canadá		13.3%	2.0%		
EEUU	66.5%	32.9%	38.8%	77.8%	13.1%
EU-27		8.5%			
<b>Emergentes</b>					
Argentina	15.7%	9.0%	15.2%	14.0%	
Brasil	9.4%		35.8%	1.6%	
China	0.5%			1.6%	3.7%
India	0.7%				11.0%
Kazajistán		8.1%			
Nigeria				0.5%	
Pakistán					10.6%
Paraguay	1.6%		6.1%		
Rusia		11.9%			
Sudáfrica	1.6%				
Tailandia					32.9%
Ucrania	1.6%				
Uruguay			1.0%		
Vietnam					14.6%

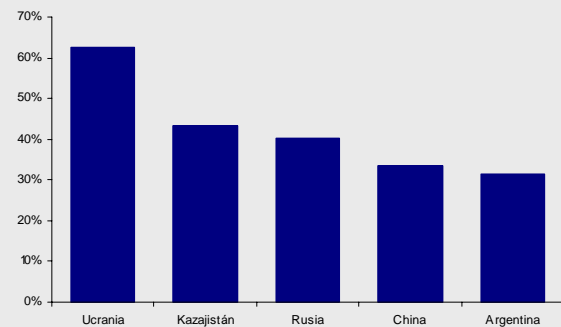
1/ El porcentaje respecto a los 20 principales exportadores del mundo. Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA).

**Cuadro 2**  
Políticas Comerciales Adoptadas por Algunos Países para Atenuar el Alza en los Precios de Alimentos

	Restricciones a la exportación
<b>Argentina</b>	En marzo de 2008 se establecieron intervalos para los impuestos a la exportación de granos, que son función de los precios "spot" en los mercados internacionales. Estos intervalos son los siguientes: Girasol 37-45% Maíz 20-25% Trigo 24-30% Soya 43-49%
<b>China</b>	Establecimiento de un impuesto de 10% a la exportación de trigo, cebada y avena. Se incrementaron los gravámenes aplicables a maíz, harinas de trigo y almidón, sorgo, mijo y soya. Establecimiento de cuotas de exportación para harinas hechas a base de trigo, maíz o arroz.
<b>Kazajistán</b>	A partir del otoño de 2007 las exportaciones de trigo están sujetas a la concesión de una licencia gubernamental.
<b>Rusia</b>	A partir de noviembre de 2007 se fijaron impuestos a la exportación de granos (10% para el trigo y 30% para la cebada). En enero de 2008 el impuesto del trigo se incrementó a 40%, siempre que el precio de este grano sea mayor a 105 euros por tonelada.
<b>Ucrania</b>	Cuotas y licencias de exportación para ciertas categorías de granos. Medida vigente desde el otoño de 2006.

Fuente: Rising Food Prices: Causes, Consequences and Policy Response, Office of the Chief Economist (Marzo 2008), EBRD.

**Gráfica 6**  
Ponderación Alimentos en Índices de Precios en Países Emergentes Exportadores de Granos



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

**Cuadro 3**  
**Producción de Granos Actual y Potencial en Kazajistán, Rusia y Ucrania**

Países	Periodo de Transición			Estimación de Potencial Máximo		
	Promedio 1992-1994	Promedio 2004-2006	Variación %	Potencial Máximo	Diferencia entre el potencial máx y 2004-2006	Variación %
<b>Cereales, Área cosechada (Millones de Ha)</b>						
Kazajistán	21	15	-31%	19	4	27%
Rusia	57	41	-29%	47	6	15%
Ucrania	13	14	13%	17	3	21%
<b>Total</b>	<b>91</b>	<b>70</b>	<b>-24%</b>	<b>82</b>	<b>12</b>	<b>18%</b>
<b>Producción (millones de toneladas)</b>						
Kazajistán	23	14	-37%	29	15	107%
Rusia	93	77	-18%	126	49	64%
Ucrania	37	37	1%	75	38	103%
<b>Total</b>	<b>153</b>	<b>128</b>	<b>-16%</b>	<b>230</b>	<b>102</b>	<b>80%</b>

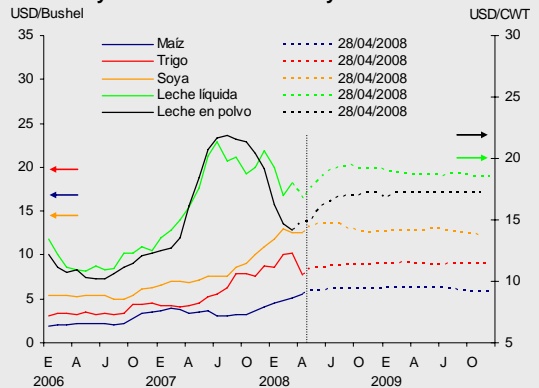
Fuente: Food and Agricultural Office, (FAO).

Ante este entorno, los mercados internacionales anticipan que los precios internacionales de las materias básicas agrícolas se estabilizarán durante 2008 y 2009, pero en niveles significativamente mayores a los observados antes de 2006 (Gráfica 7).

Sin embargo, un factor de riesgo para este escenario es el alza que recientemente se ha observado en las cotizaciones internacionales de los fertilizantes. Éstos registraron una variación anual de 52.56 por ciento en marzo de 2008, afectados por los fuertes incrementos del azufre y amoníaco que, a su vez, presentaron variaciones anuales de 520.2 y 45.6 por ciento, respectivamente. Cabe señalar que ante estos incrementos, es

previsible que se registren nuevas acciones de política, como es el caso de China, que el 17 de abril impuso un arancel de 100 por ciento adicional a las exportaciones de fertilizantes.

**Gráfica 7**  
**Precios y Futuros de los Granos y Leches 2008-2009**

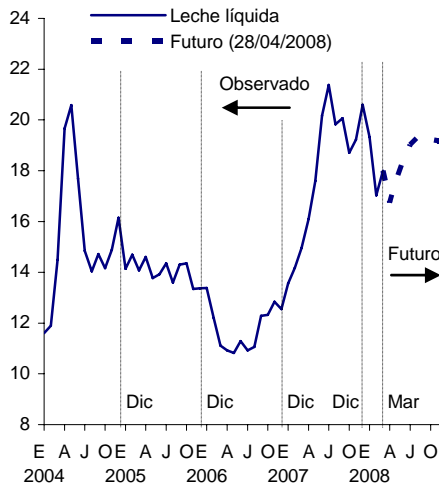


Fuente: United States Department of Agriculture (USDA), Chicago Board of Trade (CBT), Chicago Mercantile Exchange (CME).

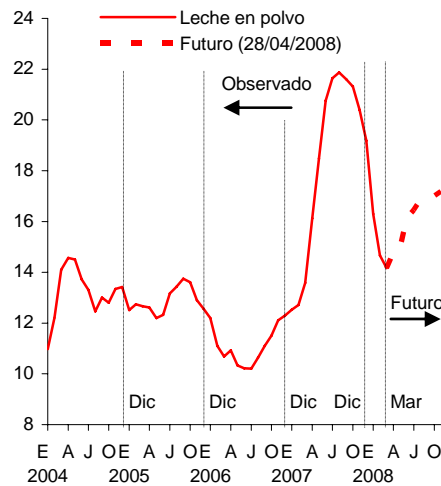
**Gráfica 31**

**Precios Observados y a Futuro de la Leche<sup>1/</sup>**

**a) Leche Líquida**

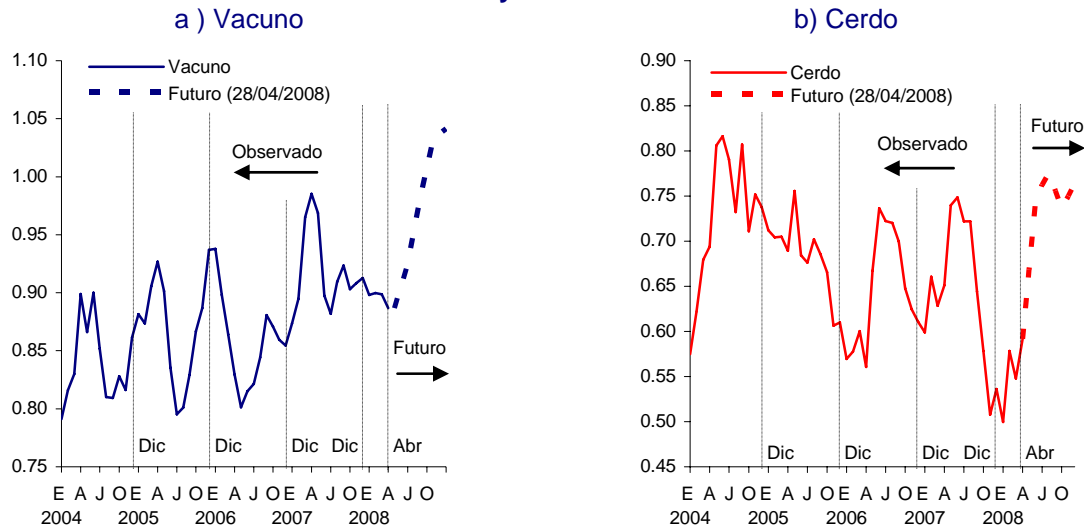


**b) Leche en Polvo**



1/ Dólares por CWT (USD/100 Lb).  
Fuente: United States Department of Agriculture (USDA),  
Chicago Mercantile Exchange (CME).

**Gráfica 32**  
**Precios Observados y a Futuro de los Cárnicos<sup>1/</sup>**



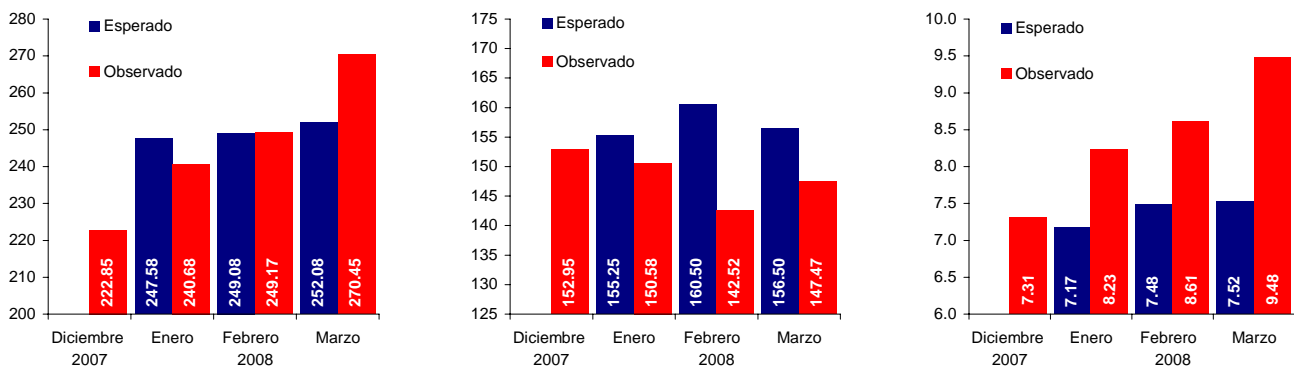
<sup>1/</sup>Dólares por Libra  
Fuente: United States Department of Agriculture (USDA).  
Chicago Mercantile Exchange (CME).

### 3.3.5. Materias Primas Energéticas

Durante el primer trimestre de 2008 continuó la presión sobre los precios spot del petróleo. Al respecto, la cotización correspondiente al crudo marcador WTI aumentó 14.82 por ciento de diciembre de 2007 a marzo de 2008. En particular, los precios observados de la gasolina regular y del gas natural resultaron más elevados con relación a lo previsto en los mercados a futuro (Gráfica 33). Asimismo, las brechas entre las cotizaciones interna y externa de la gasolina, del diesel y del gas licuado resultaron de 42.9, 90.0 y 27.1 por ciento, al cierre de marzo, respectivamente (Gráfica 34).

**Gráfica 33**  
**Precios Internacionales de los Energéticos: Observados y Esperados<sup>1/</sup>**

a) Gasolina Regular <sup>2/</sup>      b) Gas Licuado <sup>3/</sup>      c) Gas Natural <sup>4/</sup>



<sup>1/</sup> Información correspondiente a los Futuros del 31 de Diciembre de 2007.

<sup>2/</sup> Texas, Centavos de dólar por galón.

<sup>3/</sup> Mont Belvieu, Tex. Centavos de dólar por galón.

<sup>4/</sup> TECTCO, Tex. Dólares por MMBtu.

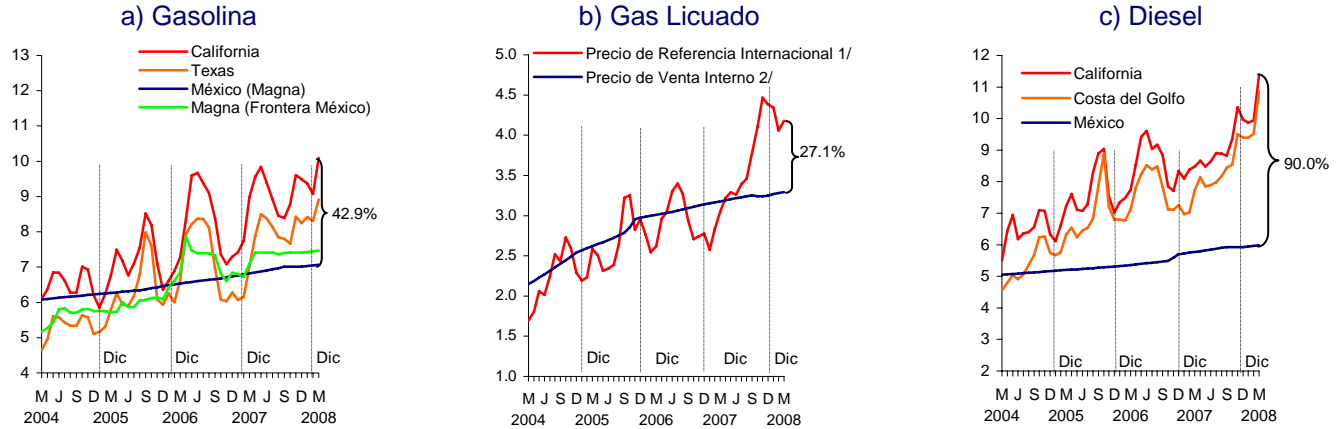
Fuente: Bloomberg.

New York Mercantile Exchange (NYMEX).

Energy Information Administration (EIA).

**Gráfica 34**

**Precios Domésticos e Internacionales de Gasolina, Gas Licuado y Diesel**

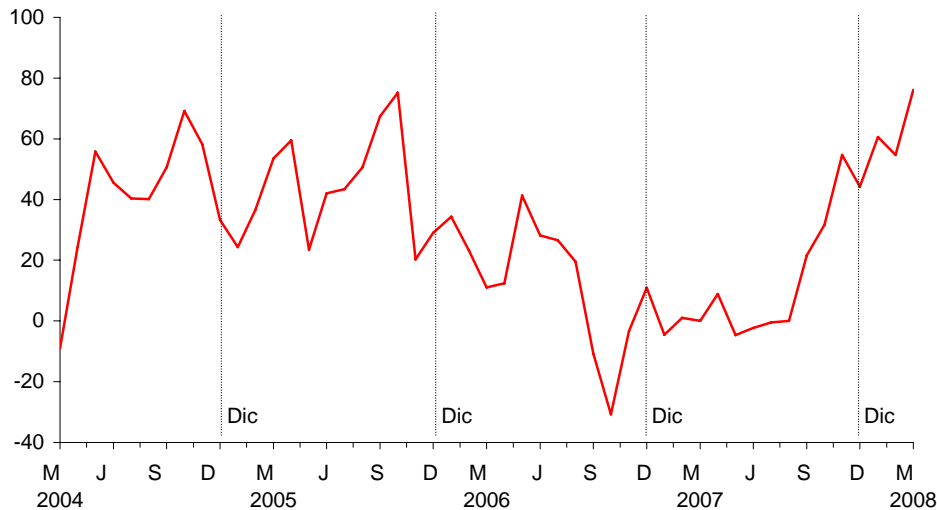


1/Mont Belvieu.  
 2/Precio promedio de venta de primera mano.  
 Fuente: PEMEX.  
 Energy Information Administration (EIA).

Un combustible cuyo precio también aumentó de manera importante durante el trimestre que se analiza fue la turbosina, su tasa de variación anual alcanzó 76.15 por ciento en marzo de 2008. Evidentemente ello ha repercutido sobre los costos de las aerolíneas, que han venido ajustando sus tarifas por este concepto.

**Gráfica 35**

**Índice de Precios Productor de la Turbosina**  
 Variación anual en por ciento



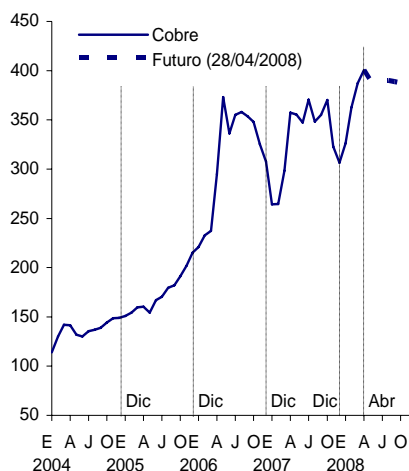
**3.3.6. Materias Primas Metálicas**

Durante el primer trimestre de 2008, los precios internacionales del cobre repuntaron, alcanzando al cierre del periodo un nivel históricamente alto. Así, de diciembre de 2007 a marzo de 2008 dicha cotización se elevó 26.27 por ciento. Cabe señalar que el aumento en el precio externo del cobre al cierre del primer trimestre fue 27.30 por ciento mayor al que se negoció en los mercados de

futuros para dicho mes al finalizar 2007 (Gráfica 36) . Por otra parte, el precio de la varilla de acero en México aumentó 30.86 por ciento durante el lapso referido. Esto último ha sido producto, en gran parte, de una elevación en los precios de sus insumos entre los que destacan la chatarra y los combustibles.

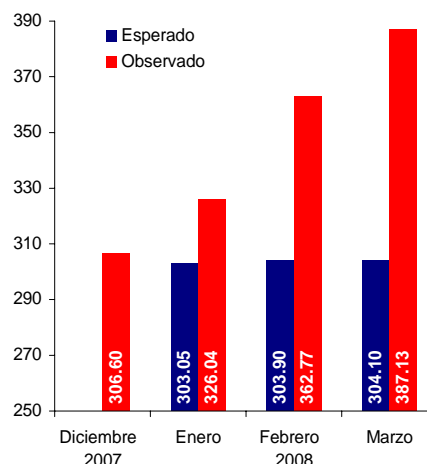
**Gráfica 36**  
**Evolución del Precio del Cobre**<sup>1/</sup>

a) Precio Internacional del Cobre



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

b) Precios Internacionales del Cobre:  
Observados y Esperados<sup>2/</sup>



1/ Centavos de dólar por libra.  
2/ Información correspondiente a los Futuros del 31 de diciembre de 2007.  
Fuente: Metal Bulletin.  
Commodity Exchange Inc. (CMX).

### 3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios

#### 3.4.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales

En el primer trimestre de 2008, la base monetaria presentó una evolución similar a la observada en trimestres anteriores. En dicho periodo, ésta registró un incremento nominal anual de 11.6 por ciento, mientras que en el tercer y cuarto trimestres de 2007 observó tasas de crecimiento anual de 11.6 y 11.1 por ciento, respectivamente (Gráfica 37a).<sup>38</sup> Lo anterior sugiere que el moderado proceso de remonetización ha continuado durante los últimos meses.<sup>39</sup>

En enero-marzo de 2008, los activos internacionales netos se incrementaron en 3,931 millones de dólares, para ubicarse en 91,165 millones de dólares.<sup>40</sup> Por su parte, en dicho periodo la base monetaria disminuyó 47,032

<sup>38</sup> Variaciones calculadas con base en el promedio trimestral de saldos diarios.

<sup>39</sup> Cuando una economía transita de un ambiente de alta inflación que erosiona el poder adquisitivo del dinero y desalienta su demanda, a un entorno de inflación baja y estable, suele darse un incremento en la demanda de dinero en la medida en que los agentes resarcen gradualmente su tenencia de billetes y monedas. Este fenómeno se ve reflejado en un incremento gradual de la base monetaria expresada como porcentaje del producto y se conoce como proceso de remonetización.

<sup>40</sup> 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

millones de pesos. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó en 89,608 millones de pesos en el periodo (Cuadro 9).

**Cuadro 9**  
**Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto**  
Millones

	Saldos		Variación	Flujos en 2008
	Al 31 Dic. 2007	Al 31 Mar. 2008	% anual Al 31 Mar. 2008	Acumulados al 31 Mar. 2008
(A) Base Monetaria (Pesos)	494,743	447,711	9.2	-47,032
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) <sup>1/ 2/</sup>	952,227	970,747	16.0	42,576
Activos Internacionales Netos (Dólares) <sup>2/</sup>	87,235	91,165	20.1	3,931
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] <sup>1/</sup>	-457,484	-523,036	22.4	-89,608
(D) Reserva Bruta (Dólares)	87,211	91,134	20.1	3,923
Pemex				4,962
Gobierno Federal				-2,732
Venta de dólares a la banca <sup>3/</sup>				-936
Otros <sup>4/</sup>				2,628
(E) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	9,220	7,092	6.6	-2,128
(F) Reserva Internacional (Dólares) [(D)-(E)] <sup>5/</sup>	77,991	84,042	21.5	6,051

1/ Para la estimación de los flujos efectivos en moneda nacional de los activos internacionales netos se utiliza el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación.

2/ Los activos internacionales netos se definen como la reserva bruta, más los créditos convenio con bancos centrales a más de seis meses, a lo que se restan los adeudos totales con el FMI y con bancos centrales derivados de convenios establecidos a menos de seis meses.

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

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

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

### 3.4.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

En 2007, en un contexto en el que la actividad económica mostró una desaceleración respecto del año anterior, el flujo anual de recursos financieros en la economía fue de 5.3 por ciento del producto, cifra ligeramente inferior al 5.5 por ciento observado en 2006 (Cuadro 10). En lo que se refiere a las fuentes de financiamiento, el flujo de recursos internos (M4) disminuyó de 7.0 en 2006 a 5.4 por ciento del producto en 2007. Por su parte, la mejoría en el flujo de recursos financieros externos compensó, en parte, la disminución en el flujo de ahorro financiero interno. En 2007, el flujo de financiamiento externo fue de -0.1 por ciento del producto, mientras que el año anterior había sido de -1.5 por ciento.<sup>41</sup>

En el periodo enero-febrero de 2008, los agregados monetarios continuaron mostrando tasas de crecimiento anual similares a las que presentaron durante el último trimestre del año anterior. En febrero de este año, el agregado monetario M1 registró un incremento nominal anual de 10.8 por ciento, lo que significó un crecimiento anual en términos reales de 6.8 por ciento (Gráfica 37b). Por su parte, el agregado monetario M2 (ahorro financiero de los residentes en activos internos) creció 6.6 por ciento real anual, mientras que el agregado monetario M4, que incluye el ahorro financiero de los no residentes,

medida de reserva neta, que se obtiene de restar a la reserva bruta los pasivos en divisas del Banco de México a corto plazo (a menos de seis meses).

<sup>41</sup> Un flujo negativo en el financiamiento externo implica que las amortizaciones de deuda con el exterior más que compensan las nuevas disposiciones de financiamiento externo, es decir una amortización neta de deuda.

presentó una variación real anual de 9.1 por ciento (Gráfica 37c). En un contexto en el que los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos se incrementaron hacia finales de 2007, el ahorro financiero de los no residentes ha presentado un dinamismo importante, registrando una variación real anual de 77.6 por ciento en febrero (Recuadro 6).

**Cuadro 10**  
**Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía**  
**Porcentaje del PIB**

	Flujo Anual					Saldo en 2007
	2003	2004	2005	2006	2007	% del PIB
<b>Total de fuentes</b>	<b>5.4</b>	<b>5.9</b>	<b>7.8</b>	<b>5.5</b>	<b>5.3</b>	<b>71.2</b>
M4	5.5	5.4	7.5	7.0	5.4	55.0
Financiamiento externo	-0.1	0.5	0.3	-1.5	-0.1	16.2
<b>Total de usos</b>	<b>5.4</b>	<b>5.9</b>	<b>7.8</b>	<b>5.5</b>	<b>5.3</b>	<b>71.2</b>
Sector público <sup>1/</sup>	2.6	1.7	1.4	0.9	1.3	34.0
Estados y municipios	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	1.4
Sector privado	0.9	2.0	2.8	4.4	4.1	30.7
Hogares	1.2	1.9	2.0	2.4	1.7	13.8
Consumo	0.5	0.9	1.2	1.2	1.0	5.1
Vivienda <sup>2/</sup>	0.7	1.0	0.7	1.2	0.7	8.7
Empresas	-0.3	0.1	0.8	2.0	2.5	16.9
Crédito de intermediarios financieros <sup>3/</sup>	-0.3	0.2	0.2	1.3	1.7	8.0
Emisión de instrumentos de deuda	0.5	0.2	0.0	0.1	0.1	1.8
Externo	-0.5	-0.4	0.6	0.6	0.7	7.1
Reserva internacional <sup>4/</sup>	1.5	0.6	0.9	-0.1	1.2	8.2
Otros conceptos <sup>5/</sup>	0.1	1.4	2.6	0.3	-1.4	-3.1

Nota: La suma de las partes puede no coincidir con el total debido al redondeo. Los flujos anuales revalorizados son expresados en por ciento del PIB promedio anual. El saldo de 2007 se presenta como por ciento del PIB fin de periodo.

1/Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) y el saldo como por ciento del PIB se refiere a su saldo histórico (SHRFSP), reportados por la SHCP.

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

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

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

5/Un flujo positivo (negativo) de este concepto constituye un uso (fuente) de recursos financieros. Así, un flujo negativo de este rubro significa que las fuentes de recursos financieros no consideradas en M4 y el financiamiento externo (entre las que se encuentran cuentas de capital, resultados y reservas, y otros pasivos del Banco de México, de la banca comercial y la banca de desarrollo, de los intermediarios financieros y del Infonavit) más que compensan a los usos no considerados en los rubros de financiamiento al sector público, financiamiento a estados y municipios, financiamiento al sector privado no financiero y financiamiento para la acumulación de reservas internacionales (entre las que se encuentran los activos no sectorizados y otros activos del Banco de México, la banca comercial y la banca de desarrollo, de los intermediarios financieros y del Infonavit). En 2007 este rubro de otros conceptos ascendió a -1.4 por ciento del PIB, lo que constituyó una fuente de recursos proveniente de: 0.8 por ciento del PIB de un incremento en el capital contable y reservas de la banca comercial, 0.5 puntos del PIB corresponden a cuentas del Banco de México, y 0.1 por ciento del PIB corresponden a otros conceptos.

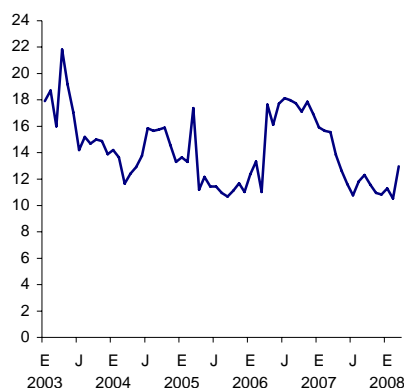
En lo que respecta al uso de los recursos financieros, durante 2007 el sector público (incluyendo Estados y Municipios) absorbió un flujo de recursos por 1.4 puntos porcentuales del producto (0.9 por ciento en 2006). Por su parte, el flujo de financiamiento al sector privado fue de 4.1 por ciento del producto, mientras que en 2006 había sido de 4.4 por ciento (Cuadro 10). Esta disminución se explica por un menor flujo de recursos destinados al financiamiento de los hogares, que de 2006 a 2007 disminuyó de 2.4 a 1.7 por ciento. Por otro lado, el financiamiento a las empresas se incrementó de 2.0 a 2.5 por ciento, compensando así parte de la disminución en el flujo de recursos destinados a los hogares.<sup>42</sup>

<sup>42</sup> El flujo anual de financiamiento a las empresas pasó de representar 2 por ciento del PIB en 2006, a 2.5 por ciento en 2007. Por su parte, el flujo de financiamiento a los hogares en este periodo disminuyó de 2.4 a 1.7 puntos porcentuales del producto. Sin embargo, es importante señalar que estos flujos están afectados por las disposiciones de la CNBV que, a partir de enero de 2007, implicaron una reclasificación en la estadística de crédito bancario y de las Sofoles. En particular, los créditos puente

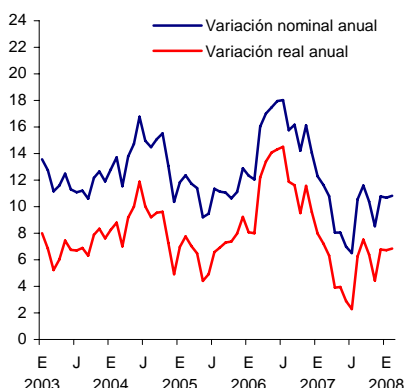


**Gráfica 37**
**Agregados Monetarios**

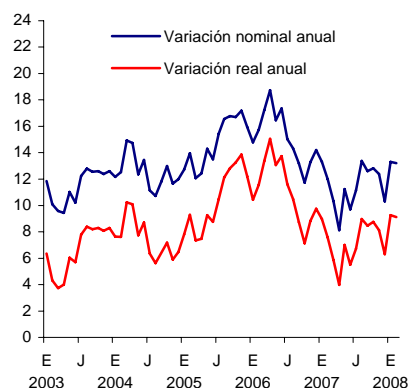
a) Base Monetaria <sup>1/</sup>  
Variación nominal anual  
en por ciento



b) Agregado Monetario M1  
Variación nominal y real anual  
en por ciento

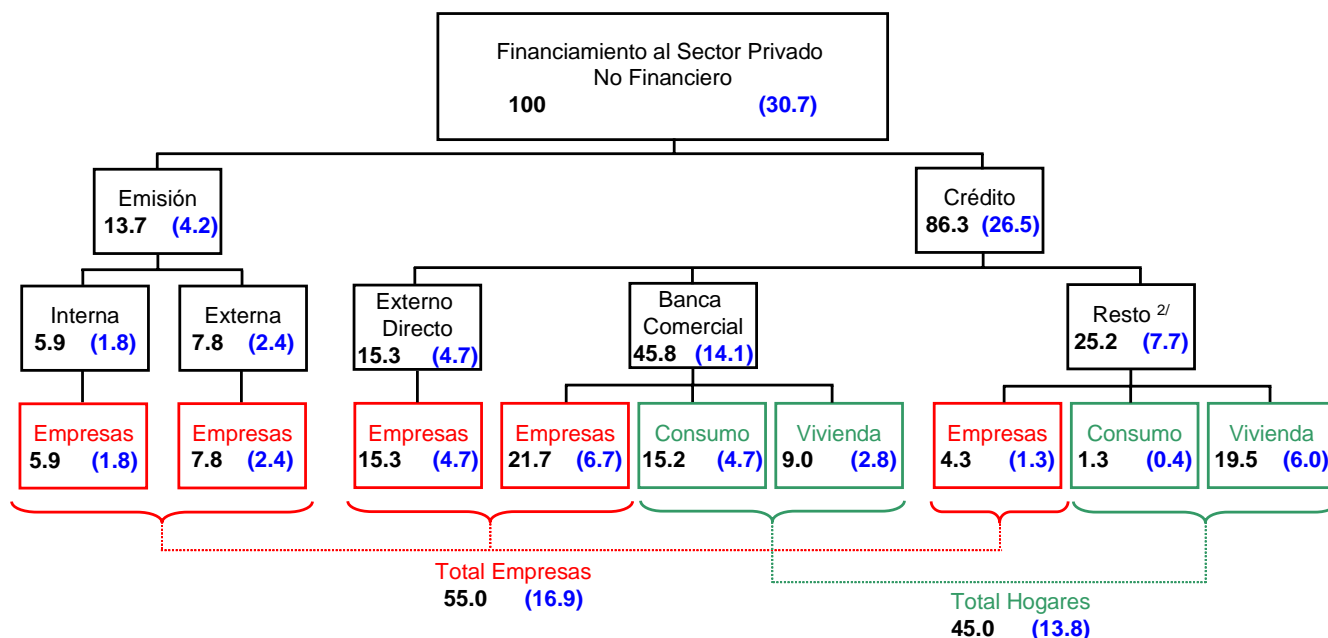


c) Agregado Monetario M4  
Variación nominal y real anual  
en por ciento



1/ Promedio mensual de saldos diarios.

**Cuadro 11**
**Financiamiento al Sector Privado No Financiero: Saldos a Diciembre 2007**

 Estructura Porcentual (y por ciento del PIB) <sup>1/</sup>


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

1/ Los números en color negro corresponden a la participación de cada rubro en el saldo total del financiamiento al sector privado no financiero en diciembre de 2007. Los números entre paréntesis y en azul corresponden al saldo a diciembre de 2007 expresado como porcentaje del PIB fin de período.

2/ Incluye el crédito otorgado por Banca de Desarrollo, Arrendadoras, Factorajes, Uniones de Crédito, Sofoles, SAPs e Infonavit.

En diciembre de 2007, el saldo de financiamiento total al sector privado no financiero representó 30.7 por ciento del PIB, cifra superior a la observada un año antes de 29.9 por ciento del producto (Cuadro 11). Durante el cuarto trimestre de 2007, el financiamiento al sector privado registró una variación real

para la construcción de vivienda fueron reclasificados del rubro de crédito a vivienda (hogares) al de crédito a empresas. En 2007, los recursos destinados a las empresas y los hogares sin esta reclasificación hubiesen representado 2 y 2.2 por ciento del PIB, respectivamente.

anual de 9.6 por ciento, que se compara con una variación real anual de 15.3 por ciento en el tercer trimestre de ese mismo año.

La emisión de deuda por parte de las empresas privadas no financieras representó 13.7 por ciento del saldo del financiamiento al sector privado no financiero en el último trimestre de 2007 y 4.2 puntos porcentuales del PIB. El saldo de la emisión de valores en el mercado interno representó 1.8 por ciento del PIB, en tanto que el saldo de los valores colocados en los mercados internacionales ascendió a 2.4 por ciento del producto (Cuadro 11).

En lo que se refiere a la emisión de deuda en el mercado interno, en el cuarto trimestre de 2007 el saldo de valores de las empresas privadas no financieras registró una variación real anual promedio de 2.9 por ciento, en tanto que en el tercer trimestre de 2007 había crecido en promedio 1.4 por ciento en términos reales. Por otra parte, en el cuarto trimestre de 2007 la emisión de deuda en los mercados internacionales de las empresas privadas no financieras presentó un crecimiento real anual de 13.6 por ciento, mientras que un trimestre antes había crecido 12.9 por ciento.

Como se muestra en el Cuadro 11, la mayor parte del financiamiento total al sector privado no financiero proviene del crédito otorgado por la banca comercial. A diciembre de 2007, el saldo del crédito de la banca comercial al sector privado representó 45.8 por ciento del financiamiento total recibido por este sector y 14.1 por ciento del PIB. Durante los dos primeros meses de 2008, el crédito de la banca comercial al sector privado continuó la tendencia hacia menores tasas de crecimiento que se ha venido observando desde la segunda parte de 2007. En febrero de 2008, el crédito directo vigente de la banca comercial al sector privado no financiero registró un incremento real anual de 25.3 por ciento, mientras que en el cuarto trimestre de 2007 había presentado una tasa de crecimiento promedio anual de 26.7 por ciento en términos reales.

El crédito directo vigente de la banca comercial a los hogares presentó en febrero de 2008 una variación real anual de 20.3 por ciento. De dichos recursos, el crédito vigente de la banca comercial al consumo creció a una tasa real anual de 18.3 por ciento (Gráfica 38a), mientras que el crédito vigente a la vivienda presentó una variación real anual de 23.9 por ciento (Gráfica 39a).

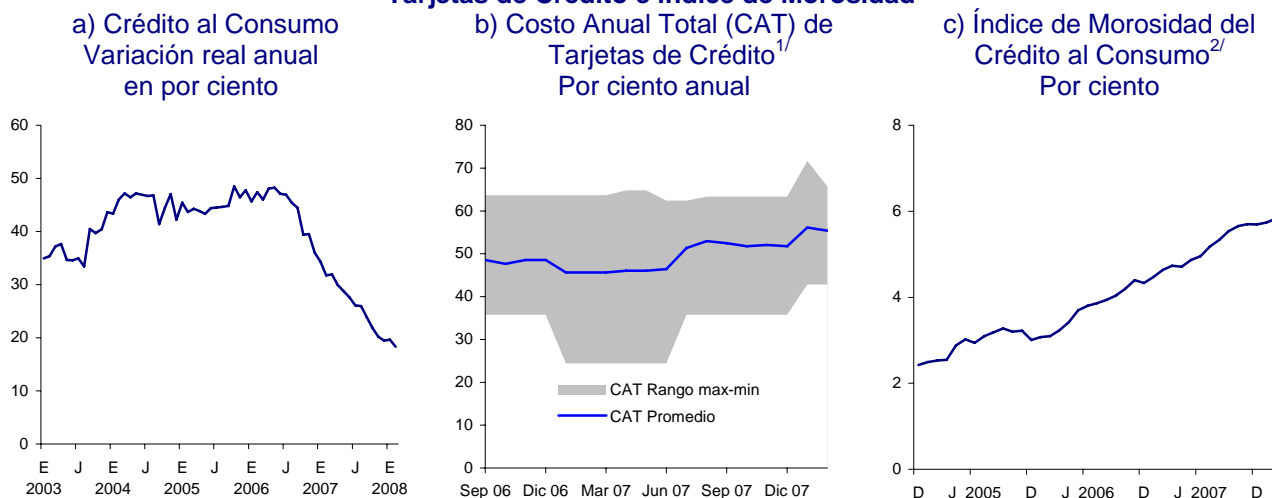
Con respecto al costo del crédito de la banca comercial a los hogares, en la Gráfica 38b se presenta el rango de dispersión del Costo Anual Total (CAT) de tarjetas de crédito, definido a partir de los CAT máximo y mínimo de un conjunto de tarjetas de crédito.<sup>43</sup> En los últimos meses se observa que dicho rango se ha desplazado hacia arriba. Asimismo, el promedio simple de estos indicadores mostró un incremento de 46.4 por ciento en junio de 2007 a 55.4 en febrero de 2008.<sup>44</sup> Por otra parte, en lo referente al costo del crédito a la vivienda,

<sup>43</sup> La información referente al CAT de tarjetas de crédito corresponde al costo de un conjunto de tarjetas de crédito denominadas "clásicas" y proviene de la Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de las Instituciones Financieras (Condusef). El rango de dispersión se define utilizando en cada punto los niveles máximo y mínimo de los CAT reportados para este conjunto de tarjetas de crédito.

<sup>44</sup> Es importante señalar que el promedio simple del CAT de tarjetas de crédito no necesariamente es el mejor indicador para reflejar, en términos generales, las condiciones del costo de financiamiento a través de este tipo de instrumento. En el caso de tarjetas de crédito esto es evidente, ya que no todos los productos tienen la misma participación en el crédito total otorgado por los bancos comerciales a través de este instrumento. Por consiguiente, un mejor indicador para estos fines sería un promedio de los respectivos CAT, ponderado por el saldo de crédito asociado a cada producto. Actualmente, la

durante la segunda parte de 2007 y los primeros dos meses de 2008, el rango de dispersión del CAT del crédito hipotecario de la banca comercial no ha presentado cambios importantes (Gráfica 39b).<sup>45</sup> De igual forma, el promedio simple de este indicador ha se ha mantenido estable en los últimos meses.<sup>46</sup>

**Gráfica 38**  
**Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo, Costo Anual Total del Crédito a Tarjetas de Crédito e Índice de Morosidad**



1/ La información referente al Costo Anual Total (CAT) de tarjetas de crédito utilizada para calcular el promedio simple corresponde al costo de un conjuntos de tarjetas de crédito denominadas "clásicas" y proviene de la Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de las Instituciones Financieras (Condusef). El rango de dispersión (Rango max-min) se define utilizando en cada punto los niveles máximo y mínimo de los CAT reportados para este conjunto de tarjetas de crédito.

2/ El índice de morosidad del crédito de la banca comercial se define como el saldo de la cartera de crédito vencida dividido entre el saldo de la cartera de crédito total.

Es importante señalar que el índice de morosidad del crédito de la banca comercial a los hogares ha continuado aumentando y en febrero se ubicó en 4.7 por ciento, mientras que un año antes se había ubicado en 3.9 por ciento. En particular, en febrero de 2008, el índice de morosidad del crédito al consumo ascendió a 5.8 por ciento (Gráfica 38c), mientras que el correspondiente al crédito a la vivienda se situó en 2.6 por ciento (Gráfica 39c).<sup>47</sup>

En lo que se refiere al crédito directo vigente de la banca comercial a las empresas, durante los primeros dos meses de 2008 éste continuó registrando tasas de crecimiento real anual cercanas a 30 por ciento. A este respecto, es importante señalar que el crédito bancario destinado a los sectores de

desagregación disponible en relación a la información referente al crédito otorgado por la banca comercial a través de tarjetas de crédito no permite estimar este tipo de indicador.

<sup>45</sup> El rango de dispersión del CAT de créditos hipotecarios se define a partir de los indicadores máximo y mínimo reportados por los bancos comerciales para un producto hipotecario estándar en el mes en cuestión.

<sup>46</sup> En este caso se presenta el promedio simple del Costo Anual Total (CAT) del crédito a la vivienda y no el dato correspondiente al promedio ponderado de dicho CAT, debido a que no se cuenta con información sobre el saldo de crédito para cada uno de los productos de crédito hipotecario considerados para la elaboración de este indicador.

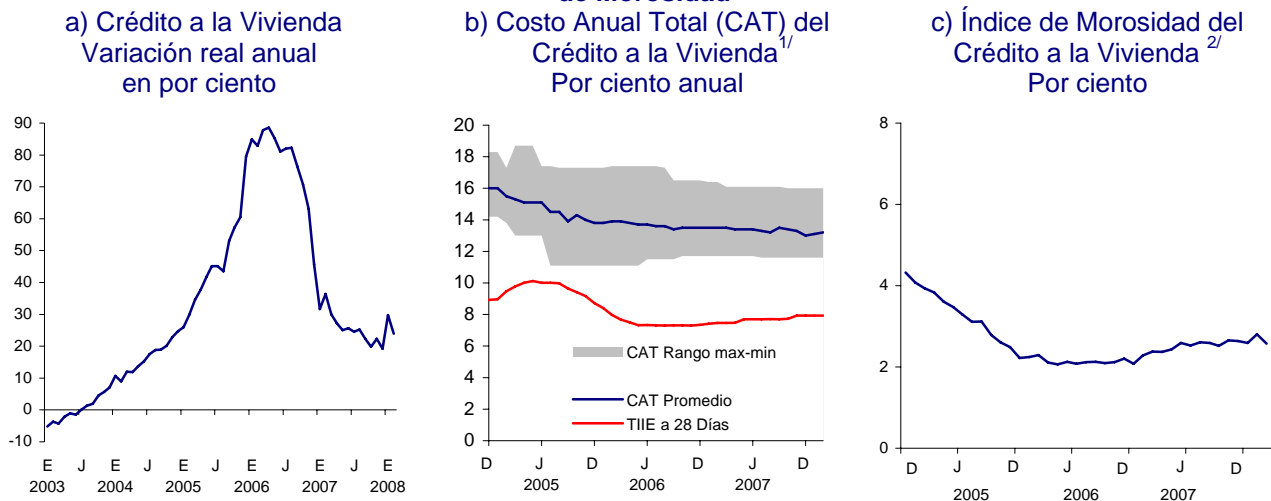
<sup>47</sup> En lo que respecta al crédito directo de la banca comercial al consumo, el índice de morosidad del crédito otorgado a tarjetas de crédito mostró un incremento de 5.7 por ciento en febrero de 2007 a 7 por ciento en febrero de 2008. Por su parte, el índice de morosidad del crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero y otros aumentó de 3.1 a 3.9 por ciento en el mismo periodo.

manufacturas, servicios y construcción continúa mostrando tasas de crecimiento elevadas (Gráfica 40a).<sup>48</sup>

Con respecto al costo del crédito de la banca comercial a las empresas, en la Gráfica 40b se observa que el intervalo de las tasas de interés asociadas a este tipo de crédito se ha venido ampliando desde mediados de 2007, principalmente por un incremento en la parte superior de dicho intervalo.<sup>49</sup> Esto ha sido resultado de la expansión del crédito a segmentos de empresas de menor tamaño que, en términos generales, presentan un mayor riesgo de crédito. Cabe señalar que el incremento de las tasas de interés del crédito a las empresas en la parte alta del intervalo corresponde, principalmente, a aumentos en la tasa de interés de un número reducido de créditos. Por su parte, el promedio simple de dichas tasas de interés se ubicó en 15.7 por ciento en febrero de 2008, mientras que en junio de 2007 se había ubicado en 15.1 por ciento (Gráfica 40b).<sup>50</sup> Finalmente, es importante mencionar que en febrero de 2008, el índice de morosidad del crédito de la banca comercial a las empresas fue de 1.1 por ciento, nivel en el que este indicador se ha situado durante los últimos dos años (Gráfica 40c).

**Gráfica 39**

**Crédito Vigente de la Banca Comercial a la Vivienda, Costo Anual Total del Crédito a la Vivienda e Índice de Morosidad**



1/ Promedio simple del indicador que resume el costo anual total del crédito (CAT) para un producto hipotecario estándar. El rango de dispersión del CAT de créditos hipotecarios (Rango max-min) se define a partir de los indicadores máximo y mínimo reportados por los bancos comerciales para el CAT del producto hipotecario estándar en el mes en cuestión. La información del CAT se obtiene del Simulador de Búsqueda de Créditos Hipotecarios del Banco de México.

2/ El índice de morosidad del crédito de la banca comercial se define como el saldo de la cartera de crédito vencida dividido entre el saldo de la cartera de crédito total.

<sup>48</sup> En los últimos meses, el crédito de la banca comercial al resto de los sectores (agropecuario, minería y otros créditos no sectorizados) también ha presentado tasas de crecimiento real similares a las registradas en los sectores de manufactura y servicios.

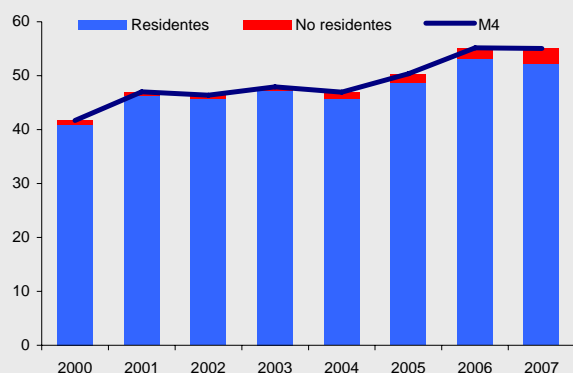
<sup>49</sup> El intervalo de las tasas de interés del crédito a las empresas se define a partir de la distribución truncada de las tasas de interés asociadas a cada crédito. Para ello, el intervalo se define excluyendo el 10 por ciento de las observaciones en cada extremo de la distribución (las más bajas y las más altas) de las tasas de interés en cada punto. De esta manera se excluyen las tasas de interés que se encuentran en los extremos de la distribución.

<sup>50</sup> El promedio simple de las tasas de interés del crédito a las empresas se calcula considerando únicamente las observaciones que se ubican dentro del intervalo antes definido (80 por ciento del centro de la distribución). Como se mencionó, un promedio simple no necesariamente refleja las condiciones del costo del financiamiento bancario. Actualmente se está trabajando en un indicador de tasas de interés del crédito a las empresas en donde éstas se ponderen por el saldo de crédito asociado a cada una de ellas.

### Recuadro 6 Ahorro Financiero de No Residentes en Instrumentos de M4

En años recientes, el ahorro financiero en México ha mostrado una trayectoria ascendente, registrando en el periodo 2000 a 2007 un crecimiento real anual promedio de 7.9 por ciento. De esta manera, mientras que el agregado monetario M4 representó 41.7 por ciento del PIB en 2000, en 2007 su participación alcanzó un nivel de 55.0 por ciento (Gráfica 1). Si bien la creciente disponibilidad de ahorro financiero interno ha permitido que la economía mexicana dependa en menor grado de financiamiento en los mercados internacionales, en los últimos años se ha observado una mayor contribución al crecimiento del ahorro en instrumentos financieros internos por parte de no residentes.

**Gráfica 1**  
Agregado Monetario M4  
Por ciento del PIB<sup>1/</sup>



1/ Por ciento del PIB fin de periodo.  
Fuente: Banco de México.

El ahorro financiero en instrumentos del agregado monetario M4 por parte de no residentes es una fuente de recursos del exterior que complementa al ahorro financiero generado internamente. En años recientes, el saldo del M4 en poder de no residentes ha presentado una trayectoria ascendente; no obstante, su participación en el ahorro financiero de la economía todavía es bajo. Entre 2003 y 2007, el saldo de activos financieros de M4 en poder de no residentes mostró un incremento real anual promedio de 39.1 por ciento. Su participación en M4 se incrementó de 1.3 a 5 por ciento en el mismo periodo. Así, en 2007 representó 2.8 por ciento del PIB.

La composición del M4 en poder de no residentes ha presentado cambios significativos y actualmente se concentra en valores gubernamentales de largo plazo a tasa de interés fija. En 2000, la tenencia de valores públicos en poder de no residentes fue muy reducida y su ahorro se canalizó, principalmente, a la captación bancaria, 82.1 por ciento del total. En años recientes, su cartera de instrumentos financieros ha presentado una recomposición y en 2007 el M4 en poder de no residentes se invirtió principalmente en Bonos M del Gobierno Federal de largo plazo a tasa fija, 73.7 por ciento del total, mientras que la captación bancaria representó 20.7 por ciento del total (Cuadro 1).

**Cuadro 1**  
Ahorro Financiero de No Residentes en Instrumentos de M4

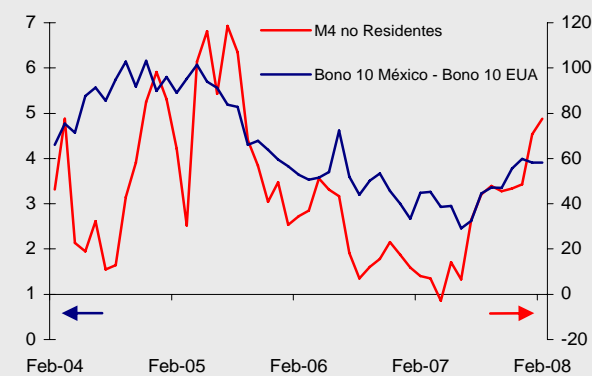
	2000	2002	2004	2006	2007	2008-Feb
<b>Por ciento del PIB</b>						
M4	41.7	46.4	46.9	55.2	55.0	n.d.
Residentes	40.8	45.8	45.7	53.2	52.3	n.d.
No Residentes	0.8	0.6	1.2	2.0	2.8	n.d.
No Residentes (% de M4)	2.0	1.3	2.5	3.6	5.0	5.9
<b>Variación real anual</b>						
M4	4.5	4.3	6.5	9.7	6.3	9.1
Residentes	5.2	4.6	5.2	9.5	4.7	6.6
No Residentes	-20.5	-17.1	98.2	17.4	48.6	77.6
<b>Estructura porcentual</b>						
No Residentes	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Captación bancaria	82.1	54.7	20.6	22.3	20.7	14.9
Valores públicos	17.9	45.3	79.4	77.7	79.3	85.1
Gobierno Federal	17.9	41.8	77.2	74.0	78.9	84.9
Bonos M	3.5	33.1	69.3	67.8	73.7	78.4
Resto	14.5	8.7	7.9	6.3	5.2	6.6
Otros valores	0.0	3.5	2.2	3.7	0.4	0.2

Fuente: Banco de México.

Recientemente, la tasa de crecimiento del M4 en poder de no residentes ha presentado incrementos importantes. Mientras que en el primer semestre de 2007 este agregado mostró un incremento real anual promedio de 7.5 por ciento, en la segunda mitad de dicho año registró una tasa de crecimiento real anual promedio de 44.3 por ciento y, en febrero de 2008, su tasa de crecimiento real anual ascendió a 77.6 por ciento (Gráfica 3).

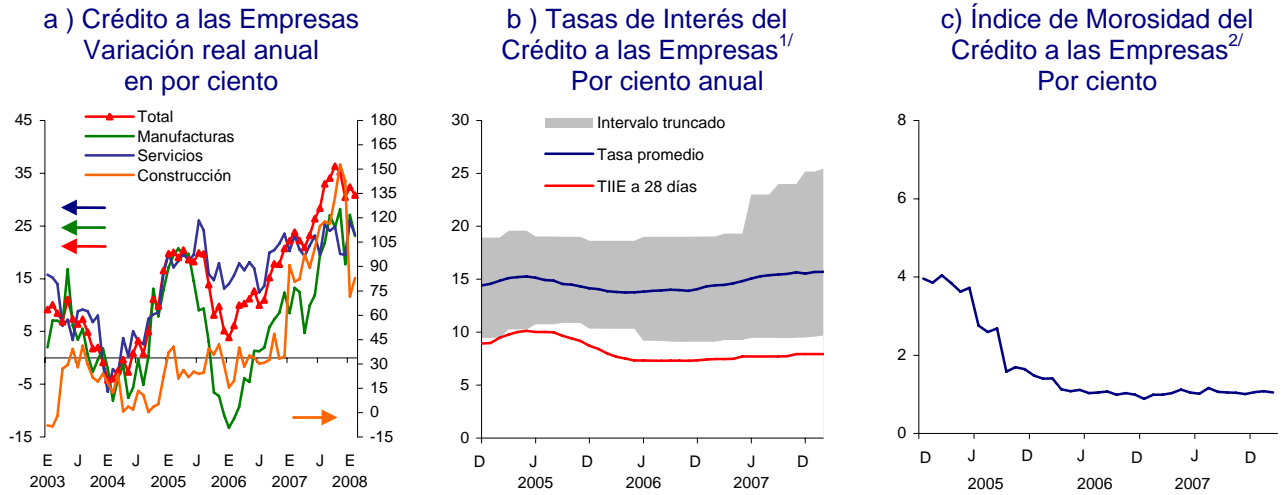
Debido a la relevancia que los valores de largo plazo tienen en la tenencia de activos financieros por los no residentes, el diferencial de la tasa de interés de los bonos gubernamentales a tasa fija emitidos en México con respecto a instrumentos similares en otros países es un factor que influye en la evolución del ahorro de los no residentes considerado en M4. Así, el diferencial entre los bonos gubernamentales a tasa fija a 10 años entre México y los Estados Unidos también se ha incrementado y se situó en 2.91 puntos porcentuales en promedio durante el primer semestre de 2007, 3.33 puntos en promedio en la segunda mitad de dicho año y, en febrero de 2008, este diferencial fue de 3.78 puntos porcentuales en promedio (Gráfica 3).

**Gráfica 3**  
Diferencial de Tasa de Interés de Bonos Gubernamentales a 10 años de México y Estados Unidos y Ahorro Financiero de No Residentes en Instrumentos de M4  
Porcentaje y variación real anual en por ciento



Fuente: Banco de México y Federal Reserve Board.

### Gráfica 40 Crédito Vigente de la Banca Comercial a las Empresas, Tasas de Interés del Crédito a las Empresas e Índice de Morosidad

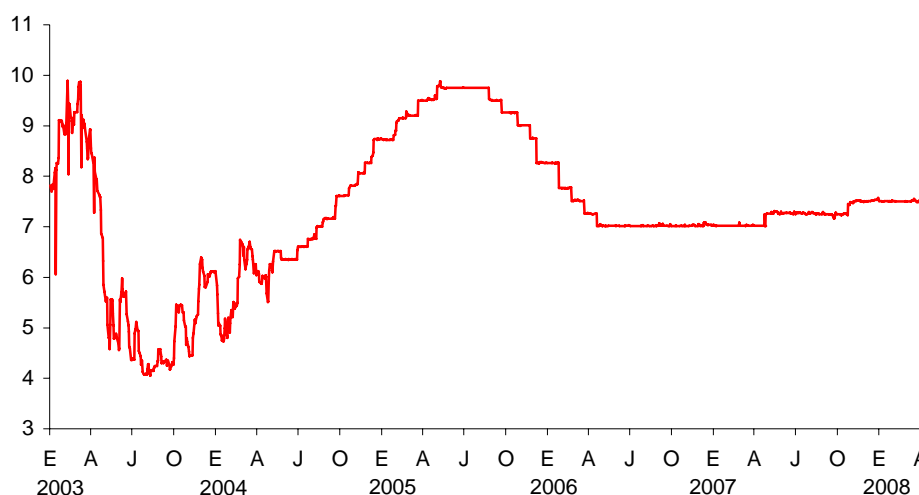


- 1/ Promedio simple de la tasa de interés nominal de los créditos otorgados por la banca comercial a las empresas en moneda nacional durante el periodo. La información proviene de la CNBV. El intervalo de las tasas de interés se define a partir de la distribución truncada de las tasas de interés asociadas a cada crédito. Para ello, el intervalo se define excluyendo el 10 por ciento de las observaciones en cada extremo de la distribución (las más bajas y las más altas) de las tasas de interés en cada punto. De esta manera se excluyen las tasas de interés que se encuentran en los extremos de la distribución.
- 2/ El índice de morosidad del crédito de la banca comercial se define como el saldo de la cartera de crédito vencida dividido entre el saldo de la cartera de crédito total.

## 4. La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2008

Durante los primeros cuatro meses del año, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día. De esta manera, dicha tasa se ha ubicado en un nivel de 7.50 por ciento entre octubre de 2007 y abril del presente año (Gráfica 41).

**Gráfica 41**  
**Tasas de Interés**  
 Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día  
 Por ciento anual



Como se ha venido mencionando, desde 2006 la economía se ha visto afectada por choques de magnitud considerable, que han sido persistentes y que han dado lugar a presiones inflacionarias. Entre estos destacan las alzas en las cotizaciones internacionales de los granos, que han propiciado incrementos en los precios de los alimentos derivados de éstos. Adicionalmente, el incremento de la inflación en los últimos meses se ha visto afectado por la tendencia al alza que durante el primer trimestre de 2008 han continuado mostrando los precios de otras materias primas, como los metales y los energéticos.

Al igual que en Informes anteriores, a continuación se presentan algunos de los indicadores que utiliza el Banco de México para analizar los determinantes del proceso de formación de expectativas de inflación y, por ende, del proceso de formación de precios en la economía.

Los primeros indicadores que se analizan son las medias truncadas de la inflación, las cuales son útiles para evaluar la evolución reciente de la tendencia de la misma. En la Gráfica 42a se observa que, durante el primer trimestre del año, la media truncada de la inflación general anual continuó ubicándose por debajo de la inflación general. Esto significa que el 10 por ciento extremo del peso del INPC donde se concentran los genéricos con variaciones mayores en sus precios, continúa teniendo un efecto sobre la inflación anual que más que compensa el efecto que sobre la misma tiene el 10 por ciento del

extremo opuesto del peso del INPC, que concentra los genéricos con las menores variaciones en sus precios. Adicionalmente, la media truncada mostró un incremento de 3.50 en diciembre, a 3.71 por ciento en marzo. Este incremento muestra, por definición, que la variación de precios del 80 por ciento intermedio del peso total del INPC (esto es, excluyendo el 10 por ciento del peso en cada extremo), presentó un incremento. Ello implica que el alza en los precios de algunas materias primas no sólo ha tenido efectos sobre la inflación a través de genéricos cuyos precios presentan variaciones que se ubican en el extremo con incrementos mayores, sino también por incrementos de precios de genéricos que se ubican hacia el centro de la distribución.

En el caso de la inflación subyacente, considerando su nueva definición que incluye los servicios de educación, su indicador de media truncada continuó ubicándose por debajo de la misma, aunque también presentó un incremento, de 3.57 por ciento en diciembre, a 3.77 por ciento en marzo. (Gráfica 42b). Ello obedeció, principalmente, a que los aumentos en las cotizaciones internacionales de los granos y los metales en los últimos meses han continuado afectando los precios de genéricos incluidos en el índice de precios subyacente (tanto de alimentos procesados, como de vivienda). Es importante resaltar que si bien la media truncada de la inflación subyacente ha aumentado, la brecha entre ésta y la inflación subyacente se abrió.

Por su parte, en el caso de la inflación no subyacente (nueva definición), el incremento en el indicador de media truncada de 4.02 a 4.52 por ciento durante el primer trimestre fue reflejo de ajustes tanto en los precios de algunos productos agropecuarios, como en los de ciertos genéricos del subíndice de precios administrados y concertados (Gráfica 42c). En este caso, la inflación no subyacente se había venido ubicando por debajo de su media truncada desde septiembre de 2007. Sin embargo, con el incremento de la inflación no subyacente de 2.58 en febrero a 3.99 por ciento en marzo, la brecha entre ésta y su media truncada se cerró. Esto significa que en dicho mes, la contribución del 10 por ciento extremo del peso del subíndice no subyacente que incluye a los genéricos con variaciones mayores en sus precios, más que compensó el efecto del 10 por ciento del extremo opuesto.

En suma, como se puede apreciar, en los tres casos a lo largo del primer trimestre se incrementaron las medias truncadas. Por supuesto, por construcción esto implica que la media de los precios de aquellos genéricos que durante este periodo conformaron el 80 por ciento intermedio del peso de los respectivos índices se incrementó. Ello es reflejo de la gran cantidad y persistencia de los choques que ya han experimentado un número importante de genéricos a raíz de la fuerte elevación de las cotizaciones internacionales de diversas materias primas.

Otro grupo de indicadores es el que se obtiene de calcular las proporciones de la canasta del INPC y del subíndice de precios subyacente que vienen presentando variaciones anuales en sus precios en intervalos menores o iguales a 2 por ciento, entre 2 y 4 por ciento, y mayores o iguales a 4 por ciento. En la Gráfica 43a se observa que, en el caso del INPC, la proporción de la canasta cuyos precios vienen creciendo por arriba de 4 por ciento (área gris) exhibió un incremento de 30.3 a 43.2 por ciento entre enero de 2006 y marzo de

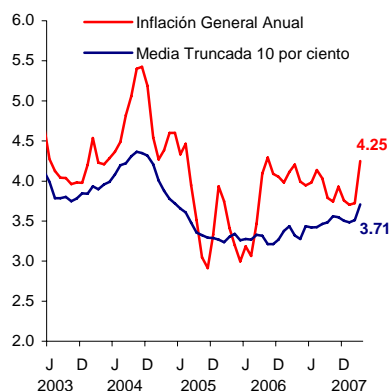


2008.<sup>51</sup> Este incremento de 12.9 puntos porcentuales resulta de sumar los ponderadores de aquellos genéricos cuya variación anual en su precio pasó de menos de 4 por ciento en enero de 2006 a 4 por ciento o más en marzo de 2008 y, a dicha suma, restarle los ponderadores de los genéricos que pasaron de crecimientos anuales en su precio mayores o iguales a 4 por ciento a incrementos menores a esta cifra en el periodo referido. Teniendo en consideración lo anterior y agrupando los genéricos de acuerdo a su relación con distintas materias primas, se encuentra que los 12.9 puntos porcentuales se explican de la siguiente forma: 6.8 puntos corresponden a genéricos relacionados con materias primas alimenticias (trigo 1.2, azúcar 2.0, arroz 0.2, maíz -1.2, soya y otras semillas 1.9, lácteos 0.4, y otros alimentos 2.3); 1.5 puntos a productos y servicios relacionados con los metales; 0.9 puntos a genéricos relacionados con los energéticos; y 3.7 puntos a otros bienes y servicios no relacionados directamente con alimentos, metales y/o energéticos (Recuadro 7).<sup>52</sup>

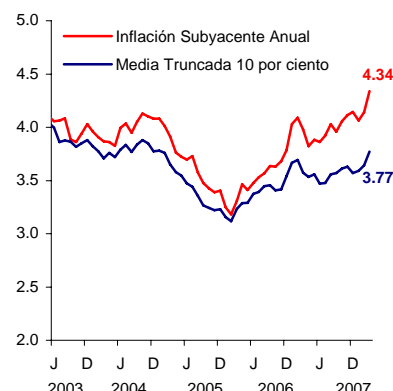
**Gráfica 42**

**Inflación General e Indicadores de Inflación sin la Contribución de Variaciones Extremas Superiores e Inferiores Truncadas al 10 por Ciento<sup>1/</sup>**

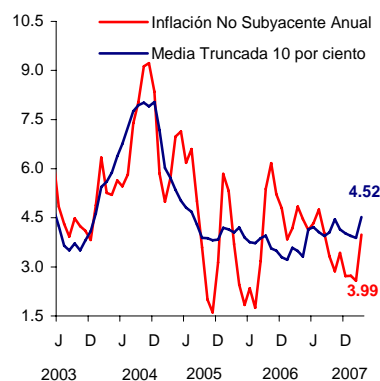
a) Inflación General y Media Truncada Por ciento anual



b) Inflación Subyacente y Media Truncada (Nueva Definición) Por ciento anual



c) Inflación No Subyacente y Media Truncada (Nueva Definición) Por ciento anual



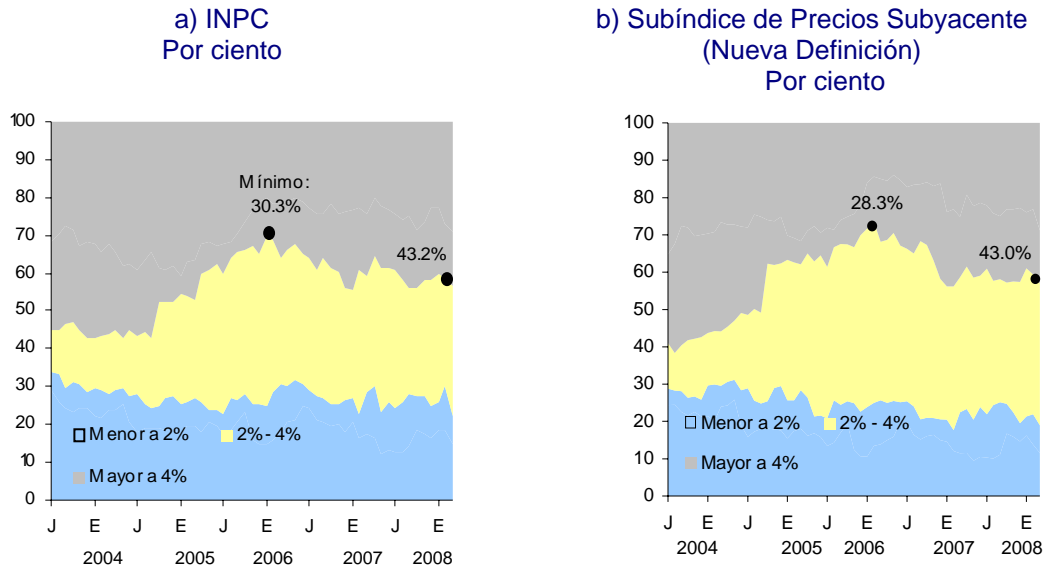
1/ La media truncada es un indicador que elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación general. Para eliminar estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del índice de precios se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

En lo que se refiere al subíndice de precios subyacente (nueva definición) la proporción de la canasta que ha registrado variaciones anuales en sus precios iguales o por arriba de 4 por ciento presentó un aumento de 28.3 a 43.0 entre enero de 2006 y marzo de 2008 (Gráfica 43b). Un análisis similar al anterior muestra que, como se señaló, este aumento obedece, principalmente, a las alzas en los precios de diversos productos y servicios asociados con las cotizaciones internacionales de los granos y los metales.

<sup>51</sup> El nivel mínimo que ha presentado el porcentaje de la canasta del INPC con variaciones anuales en sus precios iguales o mayores a 4 por ciento fue en enero de 2006, por ello se utiliza esta fecha como referencia.

<sup>52</sup> En el caso de los productos relacionados con el maíz, mientras que el genérico Maíz, que tiene un ponderador de 0.02, pasó del intervalo con variaciones anuales de precio de menos de 4 por ciento en enero de 2006, a más de 4 por ciento en marzo de 2008, el genérico Tortilla de maíz, con un ponderador de 1.23, pasó del intervalo de variaciones mayores a 4 por ciento al de variaciones menores a 4 por ciento. Por consiguiente, la contribución neta de estos dos genéricos es de -1.2 puntos porcentuales.

**Gráfica 43**  
**Participación de Genéricos en el INPC y en el subíndice de Precios Subyacente con**  
**Variación Anual en su Precio dentro del Intervalo Indicado<sup>1/</sup>**



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.

Del análisis de los indicadores anteriores se desprende que los aumentos en los precios internacionales de las materias primas alimenticias que se han presentado en los últimos años han incidido, primordialmente, sobre los precios de diversos genéricos asociados a aquéllas. Asimismo, fuertes incrementos en otro tipo de materias primas (energéticos, metales) han dado lugar a perturbaciones sobre los precios de otros grupos de genéricos. Esto se puede apreciar en la Gráfica 44, en donde se observa que el indicador de inflación que excluye los alimentos, tanto aquéllos pertenecientes al grupo de alimentos procesados (índice de precios subyacente), como los del grupo de agropecuarios (índice de precios no subyacente), tuvo un incremento que implicó que pasara de 3.19 por ciento en diciembre, a 3.64 por ciento en marzo.

El segundo conjunto de indicadores ofrece un análisis prospectivo de la inflación. Como se menciona en la sección 3.3.1 de este Informe, en términos generales, la variación anual de los diferentes indicadores salariales ha venido mostrando una ligera tendencia a la baja, con excepción de los salarios contractuales en las empresas públicas, que en el primer trimestre de 2008 presentaron un incremento en su tasa de crecimiento anual (Gráfica 45).<sup>53</sup> Así, el aumento que ha observado la inflación derivado, principalmente, del alza en los precios internacionales de las materias primas, no parece, hasta ahora, haber afectado el proceso de negociaciones salariales.

<sup>53</sup> Los salarios contractuales de las empresas públicas tienen una cobertura de 43 por ciento del total de empresas de jurisdicción federal, lo que a su vez representa el 2 por ciento del personal ocupado remunerado total en la economía.

**Recuadro 7**  
**Incremento en el Porcentaje de la Canasta del INPC con Variación Anual en sus Precios Mayor o Igual a 4 por ciento entre Enero de 2006 y Marzo de 2008**

Dentro del grupo de indicadores que es útil para analizar la evolución reciente de la inflación se encuentran las proporciones de la canasta del INPC que presentan variaciones anuales en sus precios en diferentes intervalos: i) menores o iguales a 2 por ciento; ii) entre 2 y 4 por ciento; iii) iguales o mayores a 4 por ciento.<sup>1/</sup>

En un contexto en el que desde 2006 se han observado incrementos importantes en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas, la proporción de la canasta del INPC cuyos precios vienen creciendo por arriba de 4 por ciento exhibió un incremento de 30.3 por ciento en enero de 2006 a 43.2 por ciento en marzo de 2008.<sup>2/</sup> Este incremento de 12.9 puntos porcentuales resulta de sumar los ponderadores de aquellos genéricos cuya variación anual en su precio pasó de menos de 4 por ciento en enero de 2006, a más de 4 por ciento en marzo de 2008 y, a dicha suma, restarle los ponderadores de los genéricos que pasaron de crecimientos anuales en su precio mayores a 4 por ciento a incrementos menores a esta cifra en el lapso referido. A continuación se muestra que la mayor parte de los genéricos que explican el incremento en este indicador entre enero de 2006 y marzo de 2008 están relacionados con materias primas cuyas cotizaciones internacionales han experimentado alzas significativas en los últimos años.

En los Cuadros 1, 2, 3 y 4 de este Recuadro se agrupan los genéricos que satisfacen las condiciones mencionadas en el párrafo anterior de acuerdo a su relación con distintas materias primas. En dichos cuadros se presenta la contribución de cada genérico (con base en su ponderador) en la primer columna y la inflación anual que sus precios registraron en enero y diciembre de 2007, diciembre de 2007 y marzo de 2008. La información muestra que los 12.9 puntos se distribuyen de la siguiente manera:

**a) Materias primas alimenticias.** Los 6.8 puntos que aporta este grupo resultan de: 9.3 puntos que corresponden a la suma de los ponderadores de los genéricos relacionados con materias primas alimenticias que tuvieron una variación anual en su precio de menos de 4 por ciento en enero de 2006 y de más de 4 por ciento en marzo de 2008; y 2.5 puntos corresponden a la suma de los ponderadores de los genéricos que pasaron de crecimientos anuales en sus precios mayores a 4 por ciento a incrementos menores a esta cifra en el periodo referido ( $6.8 = 9.3 - 2.5$ ). La distribución de los genéricos por el tipo de materia prima con la que están relacionados es la siguiente (Cuadro 1):

- i) Trigo:** 1.2 puntos. De los genéricos considerados en este ejercicio, todos los relacionados con el trigo pertenecen al grupo que paso de variaciones anuales menores a 4 por ciento a variaciones superiores a dicha cifra. Entre estos destacan Cereales en hojuela, Pan blanco y Pan de caja por sus ponderadores.
- ii) Azúcar:** 2.0 puntos. Al igual que en el caso del trigo, todos los genéricos considerados en este ejercicio relacionados con este insumo pasaron de variaciones en su precio menores a 4 por ciento a mayores a dicho nivel. Entre estos destaca la contribución de Refrescos envasados.<sup>3/</sup>
- iii) Arroz:** 0.2 puntos. El único genérico perteneciente a este grupo es el Arroz, el cual pasó de una variación anual en su precio en enero de 2006 de 0.4 a 12 por ciento en marzo de 2008.
- iv) Maíz:** -1.2 puntos. En el caso de este grupo, mientras que el genérico Maíz (ponderador de 0.02) paso del intervalo con variaciones anuales en precio de menos de 4 a más de 4 por ciento en el periodo de referencia, el genérico Tortilla de maíz (ponderador de 1.23) mostró un comportamiento opuesto.

**v) Soya y otras semillas:** 1.9 puntos. Entre los genéricos de este grupo que pasaron de una variación anual en sus precios de menos a más de 4 por ciento en el periodo de referencia, destaca por su ponderador la Cerveza, cuyo proceso de producción depende de la levadura.

**vi) Lácteos:** 0.4 puntos. De los genéricos considerados en este ejercicio, todos los relacionados con los lácteos pasaron de mostrar variaciones anuales en su precio menores a 4 por ciento a mayores a dicha cifra.

**vii) Otros alimentos:** 2.3 puntos. Los ponderadores de los genéricos restantes, aquéllos que no están directamente relacionados con las materias primas antes mencionadas, pero que forman parte de los alimentos (tanto procesados como no procesados) y pasaron de variaciones en sus precios de menos a más de 4 por ciento en el periodo de análisis, suman 3.5 puntos porcentuales. Por su parte, los ponderadores de los genéricos de este grupo que tuvieron un comportamiento opuesto representan 1.2 puntos porcentuales.

**b) Materias primas relacionadas con metales.** Los 1.5 puntos que corresponden a este grupo se obtienen de genéricos cuyo precio está asociado a los incrementos que experimentaron los precios de metales como el cobre y el acero en los mercados internacionales. Entre estos se encuentran los relacionados con el mantenimiento de la vivienda, así como otros genéricos relacionadas con metales (Cuadro 2).

**c) Materias primas relacionadas con energéticos.** De los 0.9 puntos que corresponden a genéricos relacionados con los energéticos, 4.1 corresponden a genéricos dentro del grupo que pasó de menos a más de 4 por ciento en el periodo de análisis (Electricidad, Autobús urbano y Autobús foráneo) y 3.2 puntos al grupo que pasó de más a menos de 4 por ciento (Gasolina de bajo octanaje) (Cuadro 3).<sup>4/</sup>

**d) Bienes y servicios no relacionados con los anteriores.** Los 3.7 puntos corresponden a bienes y servicios no relacionados directamente con alimentos, metales y/o energéticos (Cuadro 4). De este grupo, la contribución de genéricos del subíndice de precios de Otras Mercancías es 0.9 puntos; la de genéricos del subíndice de precios de Otros Servicios es de 1.4 puntos; la de los genéricos del subíndice de precios de Servicios de Vivienda es 1.5 puntos; y la de genéricos del subíndice de precios Concertados es 0.04 puntos.

En resumen, los 12.9 puntos porcentuales en que se incrementó la proporción del INPC con variaciones anuales en su precio por arriba de 4 por ciento de enero de 2006 a marzo de 2008 se explican de la siguiente forma: 6.8 puntos corresponden a genéricos relacionados con materias primas alimenticias; 1.5 puntos a productos y servicios relacionados con metales; 0.9 puntos a genéricos relacionados con energéticos; y 3.7 puntos corresponden a otros bienes y servicios no relacionados directamente con alimentos, metales y/o energéticos.

1 En este recuadro, referencias a variaciones anuales en precios mayores a 4 por ciento corresponden al intervalo de variaciones iguales o mayores a dicha cifra.

2 El nivel mínimo que ha presentado el porcentaje de la canasta del INPC con variaciones anuales en sus precios iguales o mayores a 4 por ciento fue en enero de 2006, por lo que esta fecha se utiliza como referencia.

3 Cabe mencionar que la variación anual del precio del genérico Azúcar presentó una disminución en los últimos meses después de haber presentado incrementos importantes durante 2006 y 2007. El cambio porcentual anual del precio del Azúcar llegó a registrar 37.6 por ciento en octubre de 2006. En marzo de 2008 su variación anual se ubicó en -12.6 por ciento.

4 Si bien el mayor ritmo de crecimiento en las tarifas del autobús urbano y foráneo se puede asociar con el alza en los precios de los energéticos, otros factores, como son las decisiones administrativas correspondientes a cada localidad, también pudieran haber influido en la evolución de sus precios.

**Cuadro 1**  
**Ponderadores y Variación Anual en el Precio de Algunos**  
**Genéricos Relacionados con Alimentos<sup>1/</sup>**  
 (Por ciento)

Pond.	Genérico	2006		2007		2008	
		Ene	Dic	Dic	Mar	Mar	Mar
<b>Alimentos</b>							
<b>1.2% Trigo</b>							
		2.0	14.0	26.0	29.0		
0.26	Cereales en hojuela	1.2	3.2	6.0	6.3		
0.22	Pan Blanco	1.7	8.9	16.5	15.7		
0.18	Pan de caja	2.0	6.4	15.4	13.3		
0.14	Pasta para sopa	0.7	0.0	11.2	7.1		
0.13	Pizzas	2.4	3.7	6.8	9.0		
0.08	Galletas populares	2.9	4.2	8.0	9.2		
0.07	Tortillas de harina de trigo	3.0	5.3	15.7	12.0		
0.06	Pastelillos y pasteles	2.0	5.4	13.5	12.1		
0.05	Otras galletas	1.8	2.3	7.4	7.2		
0.03	Harinas de trigo	-0.7	5.2	20.5	20.8		
<b>2% Azúcar</b>							
1.45	Refrescos envasados	3.5	4.3	4.0	4.0		
0.16	Jugos o néctares envasados	1.2	-3.3	9.4	10.2		
0.14	Otros licores	0.2	1.9	3.8	4.4		
0.12	Rón	1.3	5.1	3.3	5.2		
0.06	Chocolate	1.9	3.4	6.3	6.3		
0.05	Dulces, cajetas y miel	1.9	2.6	7.1	6.7		
0.03	Otras conservas de frutas	1.2	4.6	4.9	7.8		
<b>0.2% Arroz</b>							
0.15	Arroz	0.4	10.2	7.5	12.0		
<b>-1.2% Maíz</b>							
0.02	Maíz	1.4	9.7	12.1	9.1		
-1.23	Tortilla de maíz	5.0	13.8	5.6	1.9		
<b>1.9% Soya y otras Semillas</b>							
1.46	Cerveza	2.4	4.3	3.4	6.6		
0.32	Aceites y grasas veg. comestib.	-3.2	1.2	19.6	33.3		
0.14	Atún y sardina en lata	2.7	1.3	4.8	7.4		
<b>0.4% Lácteos</b>							
0.20	Yoghurt	-3.4	-1.6	6.7	8.0		
0.10	Crema de leche	2.9	2.8	7.3	9.8		
0.10	Queso chihuahua o manchego	3.6	-0.1	21.2	20.6		
0.03	Queso amarillo	3.1	1.6	14.9	15.6		
<b>2.3% Otros Alimentos</b>							
0.35	Agua embotellada	-1.4	-1.6	4.3	4.5		
0.28	Tequila	-0.9	-4.9	4.5	4.5		
0.22	Barbacoa o birria	2.2	3.4	3.4	4.3		
0.16	Chorizo	2.8	4.6	4.3	4.7		
0.11	Alimento para mascotas	-0.5	0.6	8.0	7.2		
0.05	Verduras envasadas	2.4	-0.8	2.9	4.0		
0.04	Otros condimentos	-0.2	2.6	4.5	4.6		
0.03	Otros pescados y mariscos	0.3	0.4	9.7	7.8		
0.03	Frutas y legumbres prep p bebé	2.6	3.6	6.5	5.8		
0.30	Frutas y verduras grupo I*						
1.05	Pollo en piezas	-0.1	8.0	8.0	9.9		
0.53	Huevo	-8.4	15.8	17.9	23.5		
0.15	Pollo entero	-3.3	10.9	6.6	11.9		
0.09	Mojarra	-1.6	-1.2	1.4	6.0		
0.07	Cortes especiales de res	2.9	-2.0	5.9	4.6		
0.05	Higado de res	2.7	0.9	5.4	5.2		
0.03	Huachinango	-0.9	5.0	8.0	5.0		
-0.02	Otras legumbres secas	7.0	0.2	2.4	3.6		
-0.91	Frutas y verduras grupo II**						
-0.05	Otros cortes de carne	8.2	1.4	3.9	3.4		
-0.09	Otros pescados	4.6	2.5	0.4	-1.9		
-0.16	Retazo	4.3	-1.0	4.7	2.4		
<b>6.8% Materias Primas Relacionadas con Alimentos</b>							

**Cuadro 2**  
**Ponderadores y Variación Anual en el Precio de Algunos**  
**Genéricos Relacionados con Metales<sup>1/</sup>**  
 (Por ciento)

Pond.	Genérico	2006		2007		2008	
		Ene	Dic	Dic	Mar	Mar	Mar
0.85	Mantenim. de vivienda materiales	3.5	5.9	3.0	4.5		
0.43	Mantenim. de vivienda servicios	2.1	4.8	3.8	4.4		
0.18	Navajas y máquinas de afeitarse	-2.7	2.5	3.0	4.0		
0.05	Baterías de cocina	2.4	2.2	5.6	6.3		
0.03	Otros utensilios de cocina	-0.1	1.2	8.3	6.8		
<b>1.5% Materias Primas Relacionadas con Metales</b>							

**Cuadro 3**  
**Ponderadores y Variación Anual en el Precio de Algunos**  
**Genéricos Relacionados con Energéticos<sup>1/</sup>**  
 (Por ciento)

Pond.	Genérico	2006		2007		2008	
		Ene	Dic	Dic	Mar	Mar	Mar
2.27	Electricidad	3.7	5.1	3.0	6.3		
1.32	Autobús Urbano	3.6	5.9	5.6	4.1		
0.50	Autobús foráneo	3.0	2.5	3.7	5.5		
-3.19	Gasolina de bajo octanaje	6.0	5.6	4.8	3.7		

**0.9% Materias Primas Relacionadas con Energéticos**
**Cuadro 4**  
**Ponderadores y Variación Anual en el Precio de**  
**Algunos Genéricos No Relacionados con Alimentos,**  
**Metales, y/o Energéticos<sup>1/</sup>**  
 (Por ciento)

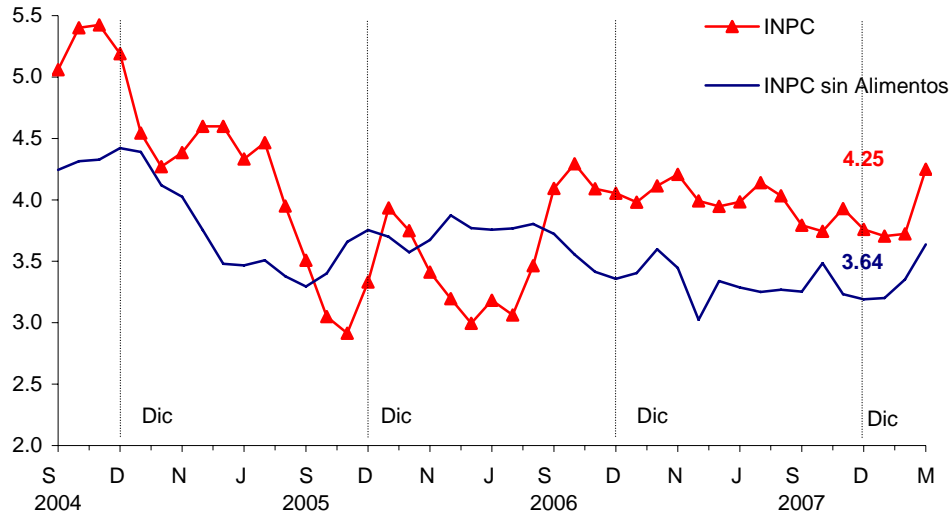
Pond.	Genérico	2006		2007		2008	
		Ene	Dic	Dic	Mar	Mar	Mar
<b>0.9% Otras Mercancías</b>							
0.69	Cuadernos y carpetas	3.1	4.2	4.5	5.2		
0.39	Jabón de tocador	2.7	2.8	4.3	4.1		
0.15	Jabón para lavar	3.4	0.5	14.2	16.5		
0.13	Plumas, lápices y otros	2.4	0.9	4.2	4.2		
0.13	Otros gastos del calzado	3.6	3.4	4.1	4.1		
0.10	Recámaras	2.5	1.6	2.8	4.3		
0.07	Antecomedores	-0.2	0.9	2.0	6.0		
0.06	Otros blancos para el hogar	3.2	2.9	3.7	4.9		
0.04	Cerillos	1.5	3.4	3.7	5.1		
0.03	Acumuladores	3.2	7.4	12.0	14.5		
0.02	Calentadores para agua	3.9	3.0	3.4	5.2		
-0.04	Utensilios de plástico p/el hogar	4.1	4.0	3.7	2.9		
-0.06	Otras refacciones	4.8	4.0	2.7	2.4		
-0.07	Prótesis dentales	4.0	3.1	3.9	3.5		
-0.08	Pañuelos desechables	4.4	4.0	3.4	2.8		
-0.09	Loza y cristalería	4.4	0.7	5.6	3.9		
-0.09	Otros medicamentos	9.5	8.4	2.6	2.9		
-0.14	Analgésicos	7.1	9.6	2.8	3.7		
-0.39	Pañales	6.7	4.1	6.3	2.7		
<b>1.4% Otros Servicios (1.4%)</b>							
0.83	Consulta médica	3.5	4.6	5.7	5.4		
0.44	Seguro de automóvil	-1.3	0.2	7.5	4.8		
0.43	Corte de cabello	3.0	5.5	3.8	4.3		
0.24	Cuidado dental	3.2	4.3	5.2	4.3		
0.17	Lavado y engrasado de auto.	3.1	4.6	4.4	4.0		
0.15	Mantenimiento de automóvil	3.6	4.4	4.9	5.5		
-0.04	Análisis clínicos embarazo	4.2	4.7	3.2	1.5		
-0.07	Consulta médica embarazo	4.1	3.4	3.3	3.5		
-0.13	Espectáculos deportivos	5.1	4.1	1.4	2.3		
-0.14	Análisis clínicos	4.3	3.4	3.6	2.1		
-0.19	Club deportivo	5.3	6.9	4.4	3.6		
-0.28	Operación quirúrgica	5.0	2.7	2.8	2.9		
<b>1.5% Servicios de Vivienda</b>							
1.49	Servicio doméstico	3.1	5.0	6.4	5.2		
<b>0.04% Concertados</b>							
0.18	Impuesto Predial	3.4	3.7	3.4	19.8		
-0.14	Aceites lubricantes	7.0	12.5	3.7	3.8		
<b>3.7% Bienes y Servicios no Relacionados con Alimentos, Metales y/o Energéticos</b>							

1/ Las variaciones anuales en los precios de los genéricos menores a 2 por ciento; entre 2 y 4 por ciento, y mayores a 4 por ciento, se ilustran a través de recuadros de color azul, amarillo y gris, respectivamente. Estos colores corresponden con los utilizados en la gráfica 43 de este Informe.

\* El grupo I de frutas y verduras incluye: tomate verde (0.11), uva (0.06), chile poblano (0.05), chicharo (0.05), chile seco (0.03).

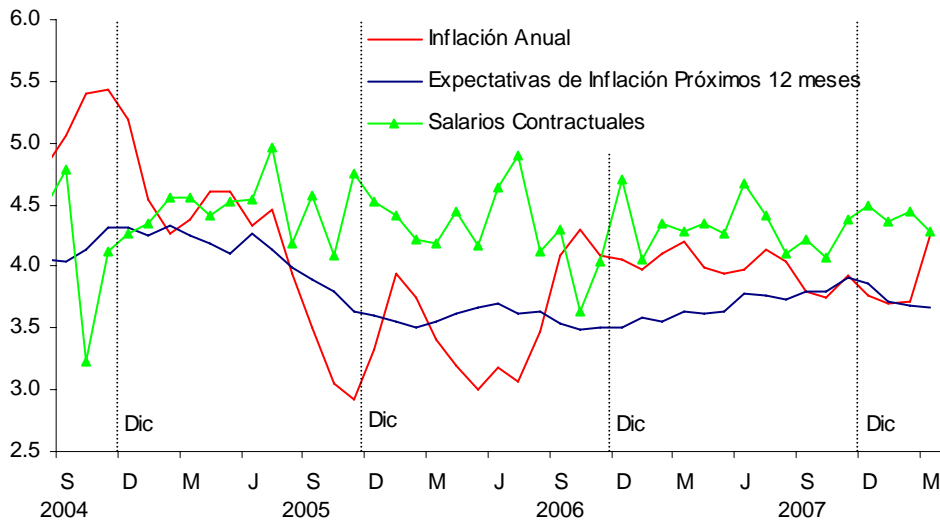
\*\* El grupo II incluye: papa (0.23), naranja (0.14), mango (0.09), limón (0.08), chile serrano (0.07), melón (0.05), sandía (0.04), nopales (0.04), toronja (0.03), piña (0.03), chayote (0.03), pepino (0.03), guayaba (0.03), ejotes (0.02).

**Gráfica 44**  
**Indicador de Inflación sin Alimentos<sup>1/</sup>**  
 Variación anual en por ciento



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

**Gráfica 45**  
**Inflación Anual, Expectativas de Inflación y Variación Anual en los Salarios Contractuales<sup>1/</sup>**  
 Por ciento anual



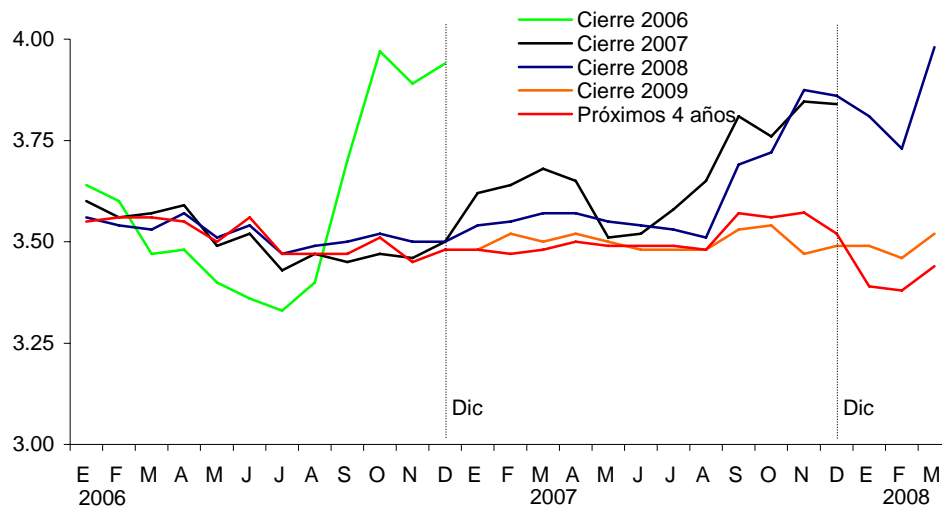
1/ Las expectativas de inflación provienen de la encuesta del Banco de México.

El siguiente grupo de indicadores contiene información directa acerca de las perspectivas inflacionarias, las cuales son recabadas mensualmente por el Banco de México entre analistas económicos del sector privado. En la Gráfica 46 se muestra que las expectativas de inflación de corto plazo (cierre de 2008) mostraron una disminución en las encuestas de enero y febrero. Sin embargo, después de que se dio a conocer el repunte en la inflación de la primera quincena de marzo, en la encuesta de ese mes la media de las respuestas se ubicó en

3.98 por ciento, 12 puntos base por arriba de la reportada en la encuesta de diciembre de 2007. A este respecto, cabe señalar que es común observar que las expectativas de inflación anual para horizontes de corto plazo suelen revisarse después de que se da a conocer un dato de inflación que resulta con una diferencia importante respecto de la previsión que los analistas tenían sobre el mismo. En este caso, el ajuste en las expectativas para el cierre del año resultó, principalmente, del efecto que sobre el cálculo de la expectativa de inflación anual tuvo la revisión de la expectativa de inflación mensual para marzo, ya que las correspondientes para el resto de los meses del año no experimentaron variaciones significativas respecto de las encuestas anteriores.

Por su parte, las expectativas de inflación para el cierre de 2009 se mantuvieron alrededor de 3.5 por ciento en el primer trimestre del año (Gráfica 46). Las expectativas de inflación de largo plazo (promedio para los siguientes 4 años) presentaron un comportamiento estable, mostrando un ligero incremento en marzo, que revirtió parte de las disminuciones que se habían presentado en los primeros dos meses del año (Gráfica 46). En particular, en marzo dicho indicador se ubicó en 3.44 por ciento, 8 puntos base por abajo del nivel registrado en diciembre.<sup>54</sup>

**Gráfica 46**  
**Expectativas de Inflación General: Encuesta Banco de México**  
 Por ciento anual



Un indicador adicional que ofrece información que complementa el análisis del promedio (media) de las respuestas de los analistas encuestados es el que se obtiene al aproximar una función de densidad de dichas respuestas. En lo que se refiere a las expectativas de inflación para el cierre de 2008, la Gráfica 47a muestra que, entre diciembre de 2007 y enero de 2008, se presentó un ligero desplazamiento hacia la izquierda (menores niveles de expectativas de inflación) de toda la función de densidad. Sin embargo, al igual que en el caso del promedio de las respuestas (Gráfica 46), el desplazamiento referido se revirtió en la encuesta de marzo, ya que la distribución presentó un desplazamiento en sentido

<sup>54</sup> Las expectativas de inflación recabadas por Infosel presentan un comportamiento similar. Al 25 de abril, las correspondientes al cierre de 2008 se ubicaron en 4.21 por ciento, las que se refieren al cierre de 2009 en 3.51 por ciento y las correspondientes al promedio de los siguientes cuatro años en 3.42 por ciento.

opuesto que la ubicó, inclusive, a la derecha de la distribución correspondiente a la encuesta de diciembre.

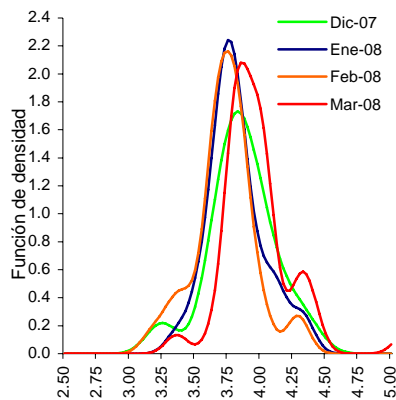
Por otra parte, en la Gráfica 47b se observa que el indicador que aproxima la función de densidad de las expectativas para el cierre de 2009 no presentó variaciones importantes durante los primeros tres meses del año. En lo que se refiere a las expectativas de inflación promedio para los próximos cuatro años, en la Gráfica 47c se aprecia que la función de densidad correspondiente a la encuesta de marzo inclusive se ubica ligeramente a la izquierda (menores niveles de expectativas de inflación) de la correspondiente a la encuesta de diciembre.

En resumen, los indicadores de expectativas de inflación provenientes de la encuesta mensual del Banco de México muestran que a raíz del dato de inflación de la primera quincena de marzo, los analistas económicos revisaron al alza sus expectativas de inflación para el corto plazo, esto es, para el cierre de 2008. Sin embargo, las expectativas correspondientes a horizontes de mediano y largo plazo (cierre de 2009 y próximos cuatro años) no se modificaron de manera importante respecto de los niveles que habían registrado hacia finales del cuarto trimestre de 2007.

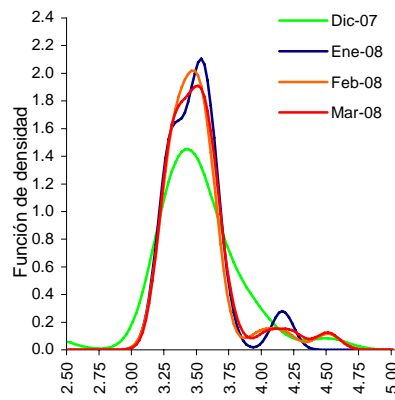
**Gráfica 47**

**Expectativas de Inflación General: Encuesta Banco de México <sup>1/</sup>**

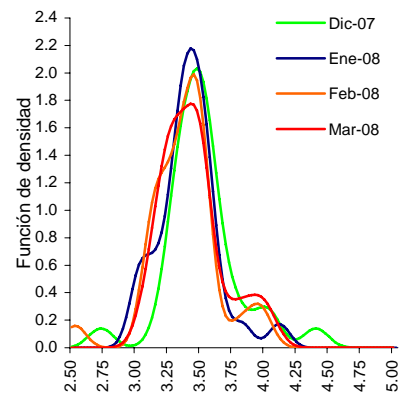
a) Densidad de Expectativas de Inflación para el Cierre de 2008 Por ciento anual



b) Densidad de Expectativas de Inflación para el Cierre de 2009 Por ciento anual



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



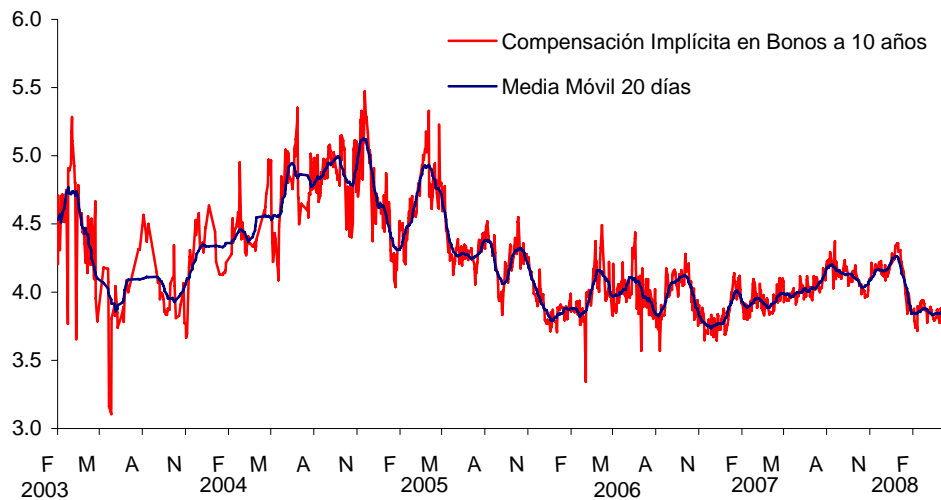
1/ Las graficas representan funciones de densidad calculadas para ajustar los datos de las expectativas de inflación de la encuesta que lleva a cabo mensualmente el Banco de México entre analistas económicos del sector privado.

Por último, un indicador adicional de expectativas de inflación de largo plazo es el que se encuentra implícito en los rendimientos de ciertos activos de los mercados financieros. Este indicador se obtiene de la diferencia del rendimiento nominal del bono de diez años y el rendimiento real asociado a los instrumentos de deuda indexados del mismo plazo (Udibonos), por lo que representa la compensación por inflación (expectativas de inflación más una prima de riesgo inflacionario) que los inversionistas demandan por mantener bonos de largo plazo denominados en pesos. En la Gráfica 48 se observa que hacia principios del primer trimestre del año dicho indicador presentó una disminución de niveles por arriba de 4 por ciento a referencias cercanas a 3.90 por ciento, en donde permaneció hasta mediados de abril. En los últimos dos

semanas este indicador ha mostrado un ligero incremento que ha revertido parte de la disminución antes mencionada.

En balance, del análisis presentado se infiere que, hasta ahora, los choques de oferta sobre los precios de ciertos genéricos han incidido primordialmente sobre las expectativas de inflación para el corto plazo, mas no parecen haber afectado las negociaciones salariales ni el proceso de formación de precios en la economía. En efecto, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo no se han visto seriamente afectadas, si bien permanecen por arriba de la meta de 3 por ciento.

**Gráfica 48**  
**Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo**  
 Por ciento anual



Por lo que se refiere a la evolución de las tasas de interés en México durante el primer trimestre, en un contexto en el que las de Estados Unidos presentaron una disminución en todos sus plazos, las correspondientes al mediano y largo plazo en México mostraron una disminución respecto de los niveles que habían registrado hacia finales del trimestre anterior (Gráfica 49a). Por su parte, las tasas de interés de corto plazo en México no presentaron variaciones importantes durante el primer trimestre. Como resultado de lo anterior, la curva de rendimientos en México presentó un “aplanamiento” durante el primer trimestre (Gráfica 49b). No obstante, en las últimas semanas, un incremento en las tasas de interés de mediano y largo plazo ha revertido dicho “aplanamiento”.

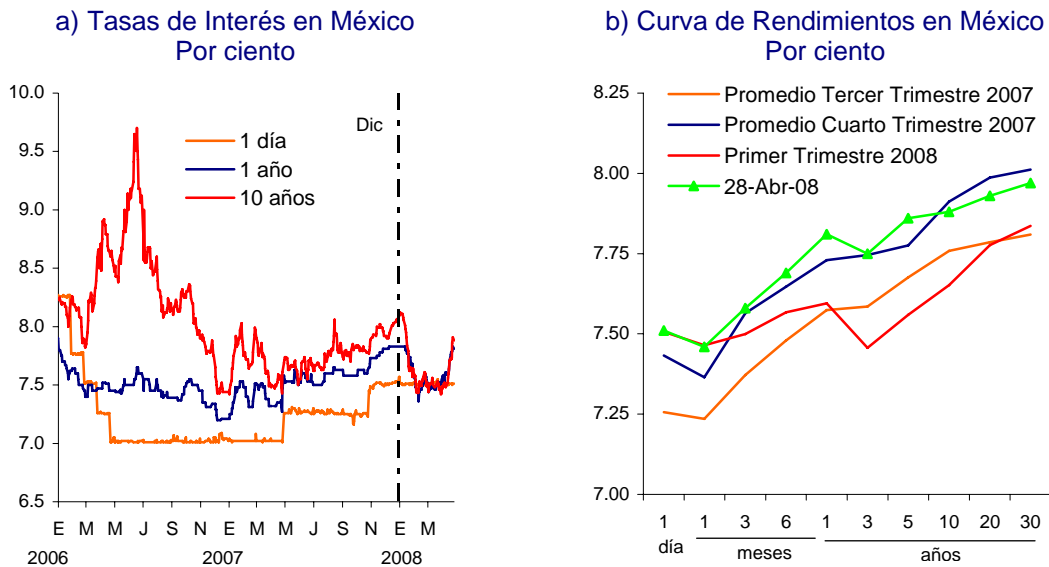
Adicionalmente, es importante destacar que la disminución en las tasas de interés de largo plazo en México durante el primer trimestre del año, en combinación con la reducción en las tasas de interés correspondientes en Estados Unidos, dio lugar a que el diferencial de tasas para el plazo de 10 años se mantuviera relativamente estable durante el trimestre, mostrando un promedio de 395 puntos base entre enero y marzo, que se ubicó 35 puntos base por arriba del promedio del trimestre anterior (Gráfica 50). Por lo que se refiere a los diferenciales de mediano y corto plazo, durante el primer trimestre se continuó observando una tendencia al alza en estos indicadores, que se explica, en su mayor parte, por la disminución en las tasas de interés en Estados Unidos. El



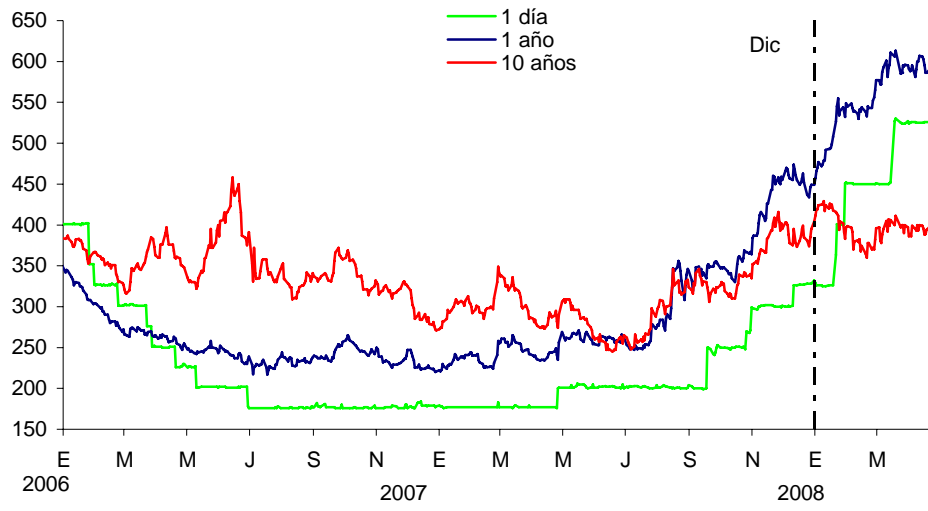
incremento en estos diferenciales significó que el correspondiente a tasas de interés a 1 año aumentara de 410 puntos base en promedio durante el cuarto trimestre de 2007, a 544 puntos base promedio en el primer trimestre de 2008. Por su parte, el diferencial de tasas de interés a 1 día aumentó de 285 puntos base promedio durante el último trimestre del año anterior, a 422 puntos base en promedio durante el primer trimestre de 2008. Cabe señalar que, en un contexto en el que las tasas de interés tanto en México como en Estados Unidos han mostrado incrementos en las últimas semanas, los diferenciales de tasas de interés entre ambos países se han mantenido relativamente estables.

Las mayores presiones inflacionarias han tenido lugar en un entorno en el que se anticipa una disminución importante en el ritmo de actividad económica en Estados Unidos. El Banco de México continuará vigilando la evolución del balance de riesgos. En particular, mantendrá un estrecho seguimiento de los efectos que puedan tener sobre los precios, en el horizonte relevante para la política monetaria, las presiones inflacionarias de origen externo, la desaceleración de la actividad económica en México, y la mayor astringencia crediticia (y monetaria relativa) atribuible a las consecuencias de la turbulencia financiera mundial. Todo ello con miras al cumplimiento de la meta en los tiempos previstos.

**Gráfica 49**  
**Tasas de Interés**



**Gráfica 50**  
**Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos**  
Puntos base



## 5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

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

- i) Las perspectivas para el crecimiento de la actividad económica en Estados Unidos se han venido deteriorando en los últimos meses. En particular, se prevé un periodo de ajuste prolongado en dicha economía, en tanto los hogares reconstituyen sus ahorros debido a la pérdida de riqueza derivada de la caída en los precios de las viviendas. Por otra parte, el alza en los precios de los energéticos, el endurecimiento de las condiciones crediticias y la debilidad que recientemente han venido mostrando los indicadores de empleo también apuntan a un crecimiento modesto del gasto de los hogares durante el año. En efecto, en la actualidad el consenso de las expectativas de los analistas para el crecimiento del PIB en Estados Unidos en 2008 se ubica en 1.3 por ciento, y en 0.7 por ciento para la producción industrial.<sup>55</sup> Estos niveles implican reducciones importantes respecto de lo que se esperaba tan sólo hace tres meses (2.0 y 1.5 por ciento, respectivamente).
- ii) Se anticipa que la incertidumbre en los mercados financieros internacionales continúe en los próximos meses. Así, no puede descartarse un empeoramiento en las condiciones de acceso al crédito en los mercados internacionales.

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

**Crecimiento:** se estima que en 2008 el PIB real aumente entre 2.40 y 2.90 por ciento.

**Empleo:** se anticipa un incremento de 530 mil plazas para 2008 (número de trabajadores asegurados en el IMSS).

**Cuenta Corriente:** se prevé que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se ubique en alrededor de 1 punto porcentual en 2008.

Como se mencionó en el Informe anterior, este escenario macroeconómico está condicionado a que, como lo anticipa actualmente el consenso de los analistas, la caída en la actividad económica en Estados Unidos no sea demasiado profunda o de larga duración. Sin embargo, los riesgos para la economía mexicana asociados a un escenario más desfavorable en la economía de Estados Unidos han aumentado en los últimos meses. En este contexto, una recesión profunda y/o de larga duración en dicha economía, tendría efectos sobre la economía mexicana a través de:

<sup>55</sup> Estas cifras reflejan la información más reciente sobre las proyecciones de un amplio grupo de analistas. No obstante, cabe señalar que en proyecciones dadas a conocer el 9 de abril, el Fondo Monetario Internacional estima un crecimiento del PIB de 0.5 por ciento en 2008.

- i) Una disminución en el dinamismo de la demanda externa proveniente de Estados Unidos.
- ii) Menores remesas enviadas por los trabajadores mexicanos.
- iii) Mayores dificultades para obtener financiamiento en los mercados financieros internacionales.

A pesar de lo anterior, y como se ha expuesto a lo largo de este Informe, los efectos negativos sobre la economía mexicana de la desaceleración en la actividad económica en Estados Unidos se han visto atenuados por diversos factores, entre los que destacan:

- i) Un mayor margen del Gobierno Federal para realizar gastos que impulsen el crecimiento de la economía, en virtud de los ingresos extraordinarios que le otorgará el elevado precio del petróleo.
- ii) Mayor diversificación de las exportaciones no petroleras, con relación a los mercados a los que se dirigen. Esto obedece, en parte, a la depreciación real del peso respecto de monedas distintas al dólar estadounidense.
- iii) El tipo de cambio real del peso respecto a los principales competidores de México en el mercado de Estados Unidos se ha venido depreciando. Esto ha mitigado el impacto de un menor crecimiento de Estados Unidos sobre la expansión de las exportaciones no petroleras.
- iv) De la producción automotriz que se realiza en América del Norte, la proporción que se realiza en México ha aumentado. Esto ha atenuado, en parte, la disminución en la demanda de Estados Unidos por vehículos.
- v) A pesar de su desaceleración, las tasas de crecimiento del financiamiento a los hogares se ubican en niveles elevados, mientras que las correspondientes al financiamiento a las empresas privadas se han mantenido estables en los últimos meses, después del aumento que mostraron en 2007.
- vi) En esta ocasión, la recesión en la economía estadounidense se originó en el sector inmobiliario y se transmitió a través del sector financiero. Esto contrasta con otros episodios, como el de 2001, en el que ésta recayó en gran medida sobre el sector industrial, cuya vinculación con las actividades productivas en México es mayor.

**Inflación:** El pronóstico que se presenta en esta ocasión, con relación al que se publicó en el Informe anterior, se revisó al alza para los resultados de los últimos tres trimestres de 2008 y el primero de 2009. Ello obedece a la materialización de algunos de los riesgos que el Banco de México identificó en su anterior Informe sobre la Inflación. Al respecto, destacan dos eventos: primero, la ocurrencia de aumentos significativamente mayores a los que se esperaban en las cotizaciones de materias primas alimenticias, energéticas y metálicas; y, segundo, una elevación considerable en las cotizaciones del jitomate y del tomate verde.

Con relación a las alzas en los precios internacionales de las materias primas destaca que, al cierre del primer trimestre de 2008, éstas alcanzaron niveles significativamente más elevados que los previstos, ya de por sí altos, en los mercados de futuros al finalizar 2007. En particular, para el periodo referido el maíz y el trigo registraron diferencias entre las cotizaciones realizadas y las negociadas en los mercados de futuros durante diciembre de 2007 para ese mes que ascendieron a 11.8 y 15.6 por ciento, respectivamente (Cuadro 12). Esto podría repercutir principalmente sobre los costos de producción de diversos alimentos procesados y de alimentos para ganado y aves. Asimismo, los precios internacionales del cobre se ubicaron en marzo de 2008 en un nivel 27.3 por ciento por arriba del precio futuro negociado para ese mes al cierre de 2007. Este aumento podría afectar los costos de diversos materiales para la construcción, lo que incidiría en la dinámica de los precios del grupo subyacente de la vivienda. También, en el caso del gas natural, el precio que alcanzó en el periodo referido rebasó al del futuro correspondiente en 26.1 por ciento, habiendo tenido esto ya efectos directos sobre las cotizaciones internas de este combustible y sobre las tarifas eléctricas de alto consumo, cuya fórmula de actualización incluye, entre otros elementos, al gas natural.<sup>56</sup>

**Cuadro 12**  
**Precios Internacionales de las Materias Primas: Observados y Esperados**

	Marzo de 2008				
	Esperado <sup>1/</sup>		Observado <sup>2/</sup>	Diferencias en por ciento	
	31 oct 2007	31 dic 2007		D = C/A	E = C/B
	A	B	C	D = C/A	E = C/B
<b>Granos (Dólares por bushel)</b>					
Maíz	3.9	4.6	5.1	29.8	11.8
Trigo	8.3	8.9	10.2	23.3	15.6
Soya	10.4	12.1	12.6	21.1	3.9
<b>Metales (Centavos de dólar por libra)</b>					
Cobre	349.3	304.1	387.1	10.8	27.3
<b>Energéticos (Centavos de dólar por galón)</b>					
Gasolina	238.2	252.1	270.5	13.6	7.3
Gas licuado	146.0	156.5	147.5	1.0	-5.8
Gas natural <sup>3/</sup>	8.5	7.5	9.5	11.8	26.1

1/ Precios esperados para marzo de 2008 de acuerdo con cotizaciones de los contratos de futuros del 31 de octubre y del 31 de diciembre de 2007.

2/ Precio promedio observado durante marzo de 2008.

3/ Dólares por MMBtu

Fuente: Bloomberg.

Además, las curvas de los futuros más recientes de las materias primas alimenticias sugieren que, en los próximos meses, los precios de algunas de éstas podrían registrar presiones adicionales. Al respecto, destaca que las cotizaciones a futuro de las carnes de cerdo y de res, negociadas a finales de abril de 2008 para el mismo mes del año siguiente, se ubican en un nivel 46.9 y 20.5 por ciento mayor que los precios observados en los mercados internacionales en abril de este año. Asimismo, al comparar las cotizaciones referidas para el caso del maíz, trigo y soya se observa que los precios a futuro actualmente rebasan a los de por sí ya muy elevados precios spot en 12.9, 12.6 y

<sup>56</sup> Cabe señalar que, al contrastar los precios que registraron las referidas materias primas durante enero y febrero de 2008 con los de los futuros que se negociaron para dichos meses al cierre de 2007, se observa que los primeros también rebasaron a los segundos en todos los casos, con excepción del trigo cuyo precio en enero fue menor al del futuro correspondiente (Secciones 3.3.4 a 3.3.6).

4.5 por ciento, respectivamente. No obstante, es pertinente señalar que las presiones esperadas en los precios de los granos son menores a las que han registrado este último año, ya que las tasas de variación anual de las cotizaciones del maíz, trigo y soya están alcanzando hacia finales de abril de 2008 niveles de 65.7, 88.6 y 80.7 por ciento. Por otra parte, en el caso de los derivados del petróleo y los metales, las cotizaciones de los futuros también sugieren que éstas podrían mantenerse durante los próximos doce meses en niveles elevados.

En suma, si bien la información que se deriva de las curvas de futuros debe interpretarse con cautela, dada la volatilidad que las caracteriza, en general se desprenden dos puntos de su evolución reciente: primero, en el siguiente año se espera que se mantengan elevadas las cotizaciones de las materias primas; segundo, en términos de variaciones anuales, se estima que en los siguientes meses las presiones que se observarán sobre los precios de estos productos sean menores a las actuales.

Por otra parte, los precios del jitomate en abril de 2008 están alcanzando un nivel aproximadamente 80 por ciento arriba de lo observado el año anterior. Dado que la cosecha de Sinaloa está por concluir y que, en los próximos meses, no se anticipa que ingresen al mercado volúmenes de consideración del producto, es posible que su precio se mantenga elevado durante los siguientes dos trimestres. Por lo que toca al tomate verde, su precio en abril está resultando alrededor de 150 por ciento más alto con relación al registrado el año anterior. Ello se ha debido a una disminución mayor a la prevista en la superficie que se destina al cultivo de esta hortaliza en las entidades federativas que estacionalmente muestran la mayor producción durante el segundo y el tercer trimestres.

En la medida en que se vayan diluyendo los efectos de los choques que se registraron en 2007, se anticipa que la trayectoria de inflación presente un punto de inflexión hacia el cuarto trimestre de este año. Al respecto, destaca la expectativa de que no se repitan aumentos de la magnitud observada durante el cuarto trimestre de 2007 en los precios de los productos lácteos; que se presente una incipiente reducción en la tasa de inflación de los productos derivados del trigo (aún cuando se esperan aumentos adicionales en el precio internacional de este grano durante los próximos meses, el incremento que anticipan los mercados de futuros es menor al observado en 2007); así como una normalización en el abasto del jitomate y del tomate verde. Se estima que estos factores, de concretarse, contribuirían a reducir la inflación en el último trimestre de 2008.

En 2009 se prevé que la inflación muestre una trayectoria convergente hacia la meta de 3 por ciento. Se considera que esto será producto de la absorción de las perturbaciones de oferta que se presenten durante 2008, destacando en el primer semestre las que han derivado de las alzas en las materias primas alimenticias (productos derivados de la soya y del trigo), y a lo largo del año las relacionadas con los metales (materiales para la construcción a base de acero y de cobre) y el gas natural (además del mismo combustible, esto afecta a las tarifas eléctricas de alto consumo). Ello en virtud del menor ritmo de crecimiento esperado para los precios de estas materias primas en 2009 con relación al que han exhibido el último año. Además, se considera que el próximo año, especialmente en el primer semestre, también contribuirán a la baja de la inflación revisiones de los precios concertados (predial, derechos de agua y

transporte público) a una menor tasa de crecimiento con relación a la que se proyecta para 2008, y que el efecto que podría producir sobre la inflación el IETU se asimilará durante 2009.

En consideración de lo anterior, el intervalo del pronóstico de la inflación promedio trimestral para lo que resta de 2008 se revisó 50 puntos base al alza, y el correspondiente al primer trimestre de 2009 se modificó en el mismo sentido en 25 puntos. Los rangos previstos para los últimos tres trimestres de 2009 quedaron sin cambio (Cuadro 13).

**Cuadro 13**  
**Proyección Escenario Base de Inflación General Anual**  
Promedio trimestral en por ciento

Trimestre	Proyección Anterior	Proyección actual
2008-I	3.75 – 4.25	3.89 <sup>1/</sup>
2008-II	4.00 – 4.50	4.50 – 5.00
2008-III	4.00 – 4.50	4.50 – 5.00
2008-IV	3.75 – 4.25	4.25 – 4.75
2009-I	3.50 – 4.00	3.75 – 4.25
2009-II	3.50 – 4.00	3.50 – 4.00
2009-III	3.00 – 3.50	3.00 – 3.50
2009-IV	3.00 – 3.50	3.00 – 3.50
2010-I	———	3.00 – 3.50

<sup>1/</sup> Dato observado.

En Informes previos se ha indicado que la previsión que se presenta para la inflación se encuentra sujeta a ciertos riesgos, que en caso de materializarse, modificarían el pronóstico presentado. Al respecto, destacan los siguientes, cuya ocurrencia podría inducir tasas de inflación más elevadas a las que actualmente se anticipan:

- i) Mayores alzas que las actualmente previstas para los precios internacionales de las materias primas. En particular, a la considerable tendencia al alza en los precios de estos productos ocasionada por la expansión de la demanda de países como China e India, debe sumarse que en los últimos meses varios países productores de granos han implementado medidas tendientes a reducir su oferta en los mercados externos (Recuadro 5). Por otra parte, la especulación que se ha venido dando en algunos casos también ha implicado una mayor volatilidad de estos precios.
- ii) Los aumentos que han registrado recientemente los precios internacionales de los energéticos han sido mayores a lo que se había anticipado. Con ello se han ampliado las brechas entre los precios externos e internos de los combustibles, lo que podría repercutir en el esquema que rige actualmente la determinación de los precios administrados.
- iii) En los siguientes meses es previsible que aumente el precio del maíz blanco, ya que las compras anticipadas de la próxima cosecha de Sinaloa, que se entregará hacia el final del segundo trimestre, se han

venido negociando en un nivel 18 por ciento mayor al de la cosecha anterior procedente del Bajío. Esto podría presionar las cotizaciones de la harina de maíz y, en consecuencia, las correspondientes a la tortilla.

- iv) La posibilidad de que los niveles relativamente elevados de inflación que podrían presentarse durante los siguientes meses incidan sobre las expectativas de inflación.

Por otra parte, el ritmo de crecimiento de los precios podría resultar menor al que se proyecta de desacelerarse la economía mexicana más que lo actualmente previsto. Este riesgo no debe desestimarse, y sobre todo en virtud del fuerte deterioro que han venido mostrando las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos.

La política monetaria enfrenta actualmente un entorno complejo, ya que las presiones inflacionarias se han acentuado, al tiempo que se han elevado los riesgos para el crecimiento de la economía mexicana. El Banco de México continuará vigilando la evolución del balance de riesgos. En particular, mantendrá un estrecho seguimiento de los efectos que puedan tener sobre los precios, en el horizonte relevante para la política monetaria, las presiones inflacionarias de origen externo, la desaceleración de la actividad económica en México, y la mayor astringencia crediticia (y monetaria relativa) atribuible a las consecuencias de la turbulencia financiera mundial. Todo ello con miras al cumplimiento de la meta de inflación de 3 por ciento en los tiempos previstos.