

# Informe sobre la Inflación

---

Abril – Junio 2008



**BANCO DE MEXICO**



*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 julio de 2008. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.*



## CONTENIDO

### Informe sobre la Inflación Abril - Junio 2008

<b>1. Introducción .....</b>	<b>1</b>
<b>2. Evolución Reciente de la Inflación .....</b>	<b>4</b>
2.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2008 .....	4
2.2. Índice Nacional de Precios Productor .....	10
<b>3. Principales Determinantes de la Inflación .....</b>	<b>12</b>
3.1. Condiciones Externas .....	12
3.1.1. Actividad Económica Global .....	12
3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación .....	13
3.1.3. Mercados Financieros .....	17
3.1.4. Perspectivas.....	21
3.2. Oferta y Demanda Agregadas en México .....	22
3.2.1. Producción Sectorial .....	23
3.2.2. Demanda Agregada .....	24
3.2.3. Empleo .....	30
3.2.4. Sector Externo .....	33
3.3. Costos y Precios .....	39
3.3.1. Salarios .....	39
3.3.2. Producto por Trabajador .....	41
3.3.3. Bienes y Servicios Administrados y Concertados .....	42
3.3.4. Materias Primas Alimenticias .....	43
3.3.5. Materias Primas Energéticas .....	51
3.3.6. Materias Primas Metálicas .....	57
3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios .....	58
3.4.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales.....	58
3.4.2. Agregados Monetarios y Financiamiento .....	59
<b>4. La Política Monetaria durante el Segundo Trimestre de 2008 .....</b>	<b>68</b>
<b>5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....</b>	<b>83</b>
Recuadros	
1. Acciones Recientes de Política Monetaria en otros Bancos Centrales.....	15
2. Evolución y Perspectivas de los Precios Internacionales de los Granos.....	48
3. Evolución y Perspectivas de los Mercados de Petróleo, Gasolina y Gas Natural .....	53
4. Expectativas de Inflación en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria .....	77







## 1. Introducción

---

Las dificultades por las que ha venido atravesando la economía mundial continuaron durante el segundo trimestre de 2008 y aún no muestran señales de corrección. En particular, la información oportuna sugiere que el debilitamiento de la actividad económica global se acentuó. Además, las presiones inflacionarias aumentaron y se observó un nuevo periodo de incertidumbre en los mercados financieros. En Estados Unidos, el crecimiento del PIB habría mostrado un fortalecimiento. Sin embargo, se espera que éste sea transitorio y que la actividad económica registre un ritmo débil de expansión en el resto del año, influida de manera importante por la contracción de la inversión residencial. Por otra parte, la actividad económica en la zona del euro, en Japón y en otros países avanzados, así como en menor medida en diversas economías emergentes, parece haberse desacelerado en el periodo abril-junio.

Los incrementos en los precios de los alimentos y de la energía continuaron impactando adversamente la evolución de la inflación a nivel global, y han conducido a que prácticamente todos los bancos centrales hayan expresado su inquietud por el deterioro de las expectativas de inflación. Ello, a pesar de la reducción que se observó en las cotizaciones de algunas materias primas durante julio de 2008. En las principales economías desarrolladas, la inflación general aumentó y se acrecentaron los riesgos al alza para la inflación. En este contexto, las autoridades monetarias de algunos de estos países apretaron su política monetaria, o bien suspendieron procesos iniciados previamente de disminución de las tasas de interés. Los retos planteados por las presiones inflacionarias fueron aún mayores en las economías emergentes, tanto por su posición cíclica, como por el mayor peso de los alimentos en sus canastas de consumo. Cabe señalar que en este lapso la inflación se ubicó por encima de las metas fijadas por las autoridades en muchos países, tanto avanzados como en desarrollo.

Las tensiones en los mercados financieros internacionales, que habían venido mostrando cierta mejora desde finales del primer trimestre de 2008, resurgieron a mediados de año. Lo anterior se vio influido por la expectativa de pérdidas adicionales en varias instituciones financieras de Estados Unidos (particularmente las agencias hipotecarias con apoyo gubernamental), y por los temores generados por la necesidad de que dichas instituciones aumenten su capital, en un momento en que las dificultades para lograr este objetivo se han acentuado. Esto dio lugar a un nuevo incremento en la percepción de riesgo, que afectó a diversos mercados y países. Así, los diferenciales de riesgo en los mercados de bonos aumentaron y los mercados accionarios se ajustaron a la baja. Por otro lado, los márgenes de riesgo soberano de los países emergentes registraron aumentos importantes.

La actividad económica en México, hasta ahora, no parece haber resentido en forma muy significativa el debilitamiento de la economía de Estados Unidos, si bien ha mantenido la tendencia de desaceleración que había presentado en el primer trimestre del año. Dicha desaceleración comprende tanto a los indicadores de demanda agregada como a los de producción. En particular, si bien sobresalió el dinamismo de las exportaciones no petroleras al mercado estadounidense, que abarcó tanto a las efectuadas por el sector automotriz como al resto de los bienes manufacturados, otros componentes de la demanda

agregada perdieron dinamismo en los meses más recientes. Entre ellos, los indicadores de gasto en consumo privado y en inversión registraron una desaceleración. Así, si bien durante el segundo trimestre los indicadores de actividad económica se vieron afectados positivamente por el efecto de Semana Santa, una vez que las cifras se ajustan por estacionalidad, se estima que el incremento anual del PIB en el segundo trimestre haya resultado inferior al observado en el periodo enero-marzo. Cabe destacar que, para el futuro próximo, los riesgos a la baja siguen siendo considerables.

La inflación general anual presentó una trayectoria creciente durante el segundo trimestre. En términos generales, el incremento fue principalmente producto de la evolución de los precios internacionales de las materias primas (incluidas las alimenticias, energéticas y algunos metales), que han afectado la estructura de costos de las empresas. Es probable que también las empresas que han visto incrementada su carga fiscal hayan trasladado parte de su aumento en costos a los precios. Finalmente, problemas climatológicos han afectado la oferta de las frutas y verduras, con lo que su tasa de inflación experimentó un sensible aumento en el trimestre. Como se puede apreciar, todos los elementos anteriores constituyen la materialización de riesgos sobre la inflación sobre los cuales el Instituto Central había alertado repetidamente. Asimismo, todos constituyen perturbaciones que han afectado a la inflación por el lado de la oferta agregada de la economía. En este contexto, en el presente Informe se muestra evidencia de que no han surgido presiones sobre los precios provenientes del gasto agregado.

La evolución reciente de la inflación ha conducido a que los indicadores sobre las perspectivas inflacionarias de corto plazo de los agentes económicos se hayan incrementado en los últimos meses. No obstante, las expectativas para la inflación en el mediano y largo plazos continúan, en términos generales, bien “ancladas”.

En los siguientes meses, diversos factores podrían contribuir a aliviar las presiones sobre la inflación mundial. En particular, las cotizaciones de algunas de las referidas materias primas, entre ellas las energéticas y algunos granos, han venido mostrando bajas. Uno de los principales determinantes de dicho descenso es quizás el debilitamiento de la actividad económica global.

Por lo que se refiere a la inflación en México, durante el segundo trimestre las cotizaciones internacionales de diversas materias primas alcanzaron niveles por arriba de lo previsto en el Informe sobre la inflación anterior. Asimismo, a pesar de la reciente reducción en los precios de algunas de éstas, su nivel es todavía alto, y aún no se ha traspasado por completo a los precios al consumidor. Finalmente, se ha venido incrementando la velocidad de corrección de los subsidios a los precios internos de los energéticos. Todos estos factores dieron lugar a que se anticipe que la inflación permanezca en niveles elevados por un periodo más prolongado que el que se había estimado. En consecuencia, en el presente Informe el Banco de México modifica al alza sus previsiones para la inflación, estimándose actualmente que el proceso de convergencia hacia su meta se lleve a cabo un año después a lo previsto, esto es, en 2010.

Señalado lo anterior, conviene notar que el panorama para la inflación en México presenta como quiera algunos signos positivos. Dicha percepción se sustenta en los tres elementos siguientes: 1) la referida reducción reciente de los



precios de diversas materias primas que apunta, en general, hacia la disminución eventual de las presiones alcistas que han dominado el escenario económico durante los últimos dos años; 2) el debilitamiento de la actividad económica interna, que conformará un entorno en el que será difícil para las empresas el trasladar a precios los incrementos de costos; y, 3) la restricción de la postura de política monetaria realizada por el Banco de México, que ayudará a mantener apropiadamente “ancladas” las expectativas inflacionarias, más allá del corto plazo.

En este sentido, un entorno de estabilidad de precios es necesario para el crecimiento sostenido de la economía. Para lograrlo, es indispensable mantener bien “ancladas” las expectativas de inflación de mediano y largo plazo del público. En ello, la política monetaria desempeña un papel fundamental. El Banco de México continuará vigilando estrechamente el balance de riesgos que enfrenta la inflación con el propósito de reforzar el “anclaje” de dichas expectativas. Todo ello, con miras al cumplimiento de la meta de 3 por ciento.

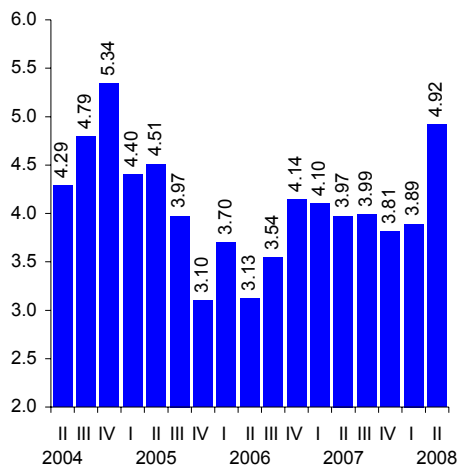
## 2. Evolución Reciente de la Inflación

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

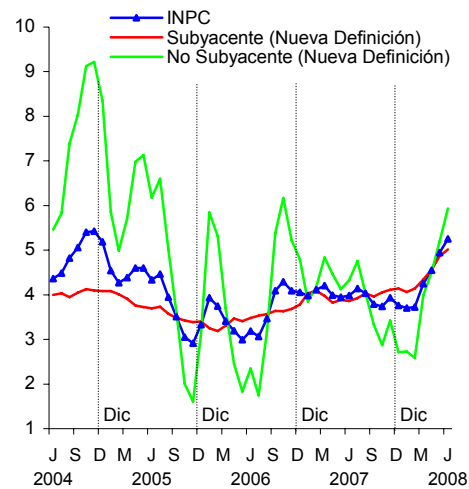
El promedio de la inflación general anual durante el segundo trimestre de 2008 resultó de 4.92 por ciento. Esta cifra fue 1.03 puntos porcentuales mayor con relación al dato observado de 3.89 por ciento que se registró el trimestre anterior (Gráfica 1 y Cuadro 1).

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

a) Índice Nacional de Precios al Consumidor



b) Índices de Precios Subyacente y No Subyacente



En abril, mayo y junio de 2008 la inflación general anual presentó una trayectoria creciente, ubicándose en 4.55, 4.95 y 5.26 por ciento, respectivamente. El alza de precios que se presentó a lo largo del segundo trimestre fue influida por los siguientes factores:

- i) La presión que han venido ejerciendo los precios de las materias primas alimenticias sobre los costos de producción de las empresas. En particular, durante el primer semestre de 2008 la cotización spot del maíz aumentó 62.9 por ciento, la de la soya 31.2 por ciento y la del arroz 74.6 por ciento. Sin embargo, durante julio se ha observado una reducción en los precios de los referidos granos (incluido también el trigo), debido a las mejores perspectivas que dio a conocer el Departamento de Agricultura de Estados Unidos para el ciclo de producción 2007/2008 (con excepción de la soya).
- ii) La elevación en las cotizaciones de los energéticos, tanto por la ampliación que se determinó en los deslices de los precios de la gasolina y gas licuado, como por las alzas en las referencias de los energéticos cuyo precio refleja en cierto grado las cotizaciones en los mercados externos.



- iii) Los precios del acero registraron incrementos que han afectado los costos de la industria de la construcción. Dichas alzas están directamente relacionadas con los insumos empleados en su producción como chatarra, mineral de hierro y energéticos.
- iv) Los bienes y servicios concertados presentaron una inflación creciente que se origina en aumentos en las tarifas del transporte urbano en algunas ciudades del país.
- v) Restricciones en el abasto de algunas hortalizas por problemas climatológicos y operaciones de comercio exterior.
- vi) Es probable que la mayor carga fiscal que han enfrentado las empresas este año se ha ido trasladando a sus revisiones de precios al consumidor.

Durante el segundo trimestre de 2008, la presión ejercida por los precios de las materias primas, el manejo de la política de desliz en las cotizaciones de los energéticos sujetos a este régimen, y problemas de abasto en algunas hortalizas afectaron la trayectoria de los índices subyacente y no subyacente del INPC, los cuales mostraron tasas de inflación promedio más elevadas en el segundo trimestre del año, con relación al primero (Cuadro 1).

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

	Variación Anual				Variación Anual Promedio	
	por ciento				por ciento	
	Mar-2008	Abr-2008	May-2008	Jun-2008	Trim I 2008	Trim II 2008
<b>INPC</b>	<b>4.25</b>	<b>4.55</b>	<b>4.95</b>	<b>5.26</b>	<b>3.89</b>	<b>4.92</b>
<b>Subyacente (Nueva definición)</b>	<b>4.34</b>	<b>4.56</b>	<b>4.86</b>	<b>5.02</b>	<b>4.18</b>	<b>4.81</b>
<b>Mercancías</b>	<b>4.71</b>	<b>5.06</b>	<b>5.50</b>	<b>5.72</b>	<b>4.47</b>	<b>5.42</b>
<b>Alimentos</b>	<b>7.66</b>	<b>8.52</b>	<b>9.40</b>	<b>9.59</b>	<b>7.21</b>	<b>9.17</b>
Productos de soya <sup>1/</sup>	26.66	34.02	39.60	40.96	22.01	38.22
Arroz	12.04	19.17	37.66	52.92	9.47	36.69
Productos de trigo <sup>2/</sup>	10.33	12.74	14.80	15.52	10.47	14.35
Productos de maíz <sup>3/</sup>	2.01	2.80	3.91	4.18	1.50	3.63
<b>Resto de Mercancías</b>	<b>2.46</b>	<b>2.42</b>	<b>2.52</b>	<b>2.74</b>	<b>2.38</b>	<b>2.56</b>
<b>Servicios (Nueva definición)</b>	<b>4.01</b>	<b>4.11</b>	<b>4.28</b>	<b>4.38</b>	<b>3.92</b>	<b>4.25</b>
<b>Vivienda</b>	<b>3.34</b>	<b>3.45</b>	<b>3.66</b>	<b>3.80</b>	<b>3.25</b>	<b>3.64</b>
Vivienda propia	3.13	3.33	3.62	3.76	2.98	3.57
<b>Educación</b>	<b>5.70</b>	<b>5.71</b>	<b>5.71</b>	<b>5.63</b>	<b>5.75</b>	<b>5.68</b>
<b>Resto de Servicios</b>	<b>4.09</b>	<b>4.21</b>	<b>4.42</b>	<b>4.53</b>	<b>3.95</b>	<b>4.39</b>
Transporte aéreo	9.50	12.30	16.06	16.49	7.48	14.97
Servicios turísticos en paquete	2.38	2.06	3.08	3.20	2.33	2.78
Servicios de alimentación <sup>4/</sup>	4.56	4.79	4.87	4.98	4.30	4.88
<b>No Subyacente (Nueva definición)</b>	<b>3.99</b>	<b>4.51</b>	<b>5.19</b>	<b>5.94</b>	<b>3.10</b>	<b>5.21</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>4.36</b>	<b>5.67</b>	<b>7.44</b>	<b>8.88</b>	<b>3.22</b>	<b>7.31</b>
<b>Frutas y Verduras</b>	<b>1.07</b>	<b>3.71</b>	<b>8.89</b>	<b>12.78</b>	<b>-0.44</b>	<b>8.25</b>
Cebolla	-70.62	-62.02	-10.72	9.32	-65.16	-37.02
Calabacita	22.11	49.62	34.05	12.37	-12.89	32.54
Jitomate	79.37	54.84	9.22	26.75	24.12	29.08
Frijol	4.46	8.04	14.17	21.08	3.66	14.42
<b>Pecuarios</b>	<b>6.62</b>	<b>7.01</b>	<b>6.54</b>	<b>6.58</b>	<b>5.75</b>	<b>6.71</b>
Huevo	23.49	23.98	20.33	21.84	19.98	22.06
Carne de ave	10.17	11.33	10.46	8.02	7.87	9.90
<b>Administrados y Concertados</b>	<b>3.80</b>	<b>3.93</b>	<b>4.09</b>	<b>4.52</b>	<b>3.04</b>	<b>4.18</b>
<b>Administrados</b>	<b>4.90</b>	<b>5.00</b>	<b>5.33</b>	<b>5.84</b>	<b>4.07</b>	<b>5.38</b>
Gasolina bajo octanaje	3.74	3.25	3.24	3.52	4.54	3.34
Gasolina alto octanaje	5.62	5.34	5.45	5.74	5.95	5.51
Electricidad	6.26	7.82	9.25	9.90	5.25	8.92
Gas doméstico	4.61	4.12	4.42	5.14	1.75	4.56
<b>Concertados</b>	<b>2.65</b>	<b>2.84</b>	<b>2.88</b>	<b>3.21</b>	<b>1.96</b>	<b>2.98</b>
<b>Subyacente (Definición anterior)</b>	<b>4.22</b>	<b>4.46</b>	<b>4.79</b>	<b>4.96</b>	<b>4.04</b>	<b>4.74</b>
<b>Servicios (Definición anterior)</b>	<b>3.69</b>	<b>3.80</b>	<b>4.01</b>	<b>4.14</b>	<b>3.57</b>	<b>3.98</b>
<b>No Subyacente (Definición anterior)</b>	<b>4.31</b>	<b>4.73</b>	<b>5.29</b>	<b>5.88</b>	<b>3.59</b>	<b>5.30</b>

1/ Los productos de soya en el INPC son los siguientes: Aceites y Grasas Vegetales Comestibles; Papas Fritas y Similares; y, Mayonesa y Mostaza.

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.

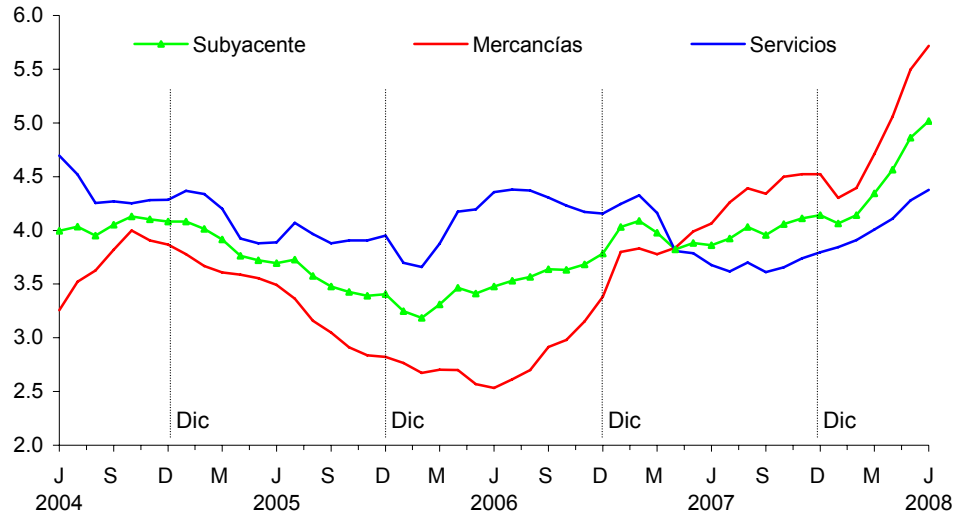
3/ Los productos de maíz en el INPC son los siguientes: Tortilla de Maíz; Masa y Harinas de Maíz; y, Maíz.

4/ Los genéricos de servicios de alimentación en el INPC son los siguientes: Loncherías; Restaurantes; Cantinas; y, Cafeterías.

La trayectoria ascendente de la inflación subyacente continuó durante el periodo abril-junio de 2008. Así, la variación anual promedio de este indicador pasó de 4.18 a 4.81 por ciento del primer al segundo trimestre de 2008. Esta situación ocurrió en ambos subíndices que lo componen, al exhibir sus tasas de inflación anual una tendencia ascendente durante cada mes del trimestre analizado (Gráfica 2).

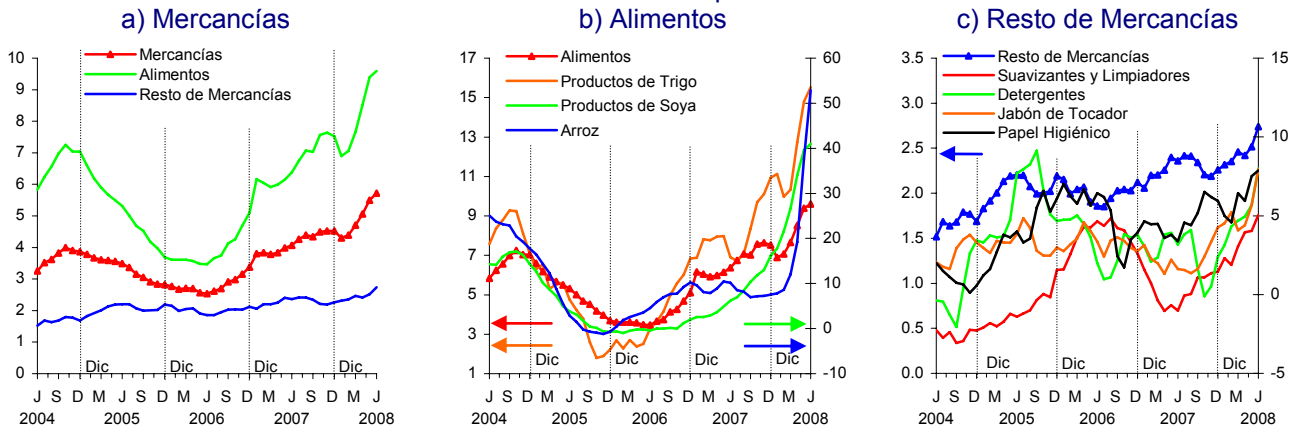
Por lo que se refiere al subíndice subyacente de las mercancías, su variación anual promedio en el segundo trimestre de 2008 resultó de 5.42 por ciento (en el primer trimestre la cifra correspondiente fue 4.47 por ciento, Gráfica 3). Considerando a los grupos que lo integran, el de los alimentos procesados alcanzó una tasa de crecimiento anual promedio de 9.17 por ciento (el trimestre anterior la cifra comparable fue 7.21 por ciento), en tanto que la del resto de las mercancías registró 2.56 por ciento (2.38 por ciento el trimestre anterior).

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



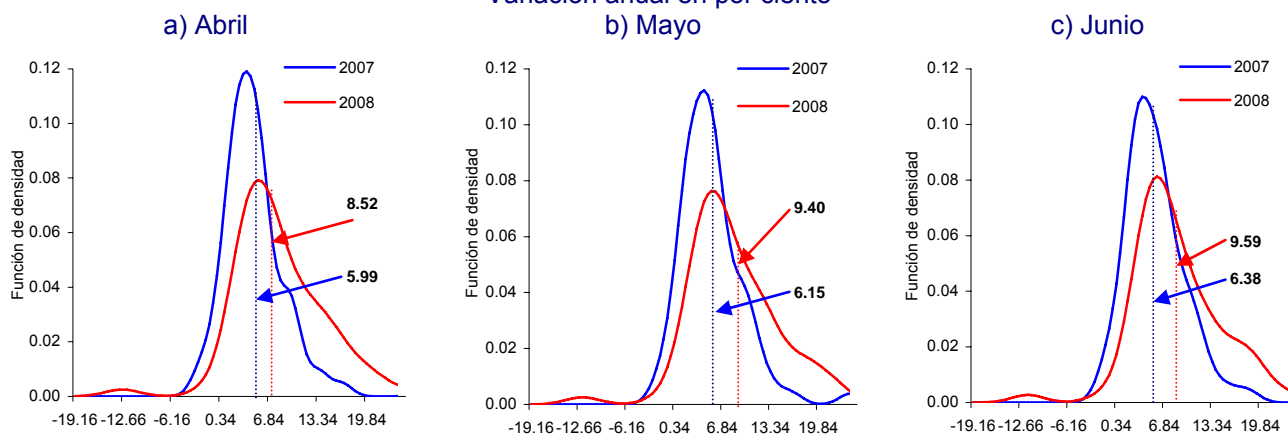
1/ El Banco de México adoptó una nueva definición de inflación subyacente a partir de enero de 2008. Ver Informe sobre la Inflación Julio-Septiembre 2007, Anexo 1 págs. 53-58.

**Gráfica 3**  
**Subíndice de Precios Subyacente de Mercancías**  
 Variación anual en por ciento



La tasa de inflación de los alimentos procesados continuó con la trayectoria ascendente observada desde el inicio del año. Las funciones de densidad de las variaciones anuales de precios de este grupo mostraron desplazamientos hacia niveles más elevados durante cada mes del periodo analizado (Gráfica 4). Este fenómeno está directamente relacionado con las elevadas cotizaciones internacionales de las materias primas alimenticias, que han ejercido una presión sobre la producción interna de productos comestibles (cuyo traspaso a los precios al consumidor previsiblemente aún no han concluido). En particular, destacan las contribuciones de los genéricos pertenecientes a los grupos que emplean a la soya, al arroz y al trigo como su principal insumo (Cuadro 2).

**Gráfica 4**  
**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 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.

**Cuadro 2**  
**Subíndice de Precios de Alimentos Procesados**

	Ponderación	Variación Anual						Variación Anual	
		por ciento						Promedio	
		Ene-2008	Feb-2008	Mar-2008	Abr-2008	May-2008	Jun-2008	Trim I 2008	Trim II 2008
<b>INPC</b>	<b>100.00</b>	<b>3.70</b>	<b>3.72</b>	<b>4.25</b>	<b>4.55</b>	<b>4.95</b>	<b>5.26</b>	<b>3.89</b>	<b>4.92</b>
<b>Subyacente (Nueva definición)</b>	<b>74.77</b>	<b>4.06</b>	<b>4.14</b>	<b>4.34</b>	<b>4.56</b>	<b>4.86</b>	<b>5.02</b>	<b>4.18</b>	<b>4.81</b>
<b>Mercancías</b>	<b>37.03</b>	<b>4.30</b>	<b>4.39</b>	<b>4.71</b>	<b>5.06</b>	<b>5.50</b>	<b>5.72</b>	<b>4.47</b>	<b>5.42</b>
<b>Alimentos Procesados</b>	<b>14.67</b>	<b>6.90</b>	<b>7.06</b>	<b>7.66</b>	<b>8.52</b>	<b>9.40</b>	<b>9.59</b>	<b>7.21</b>	<b>9.17</b>
Productos de soya <sup>2/</sup>	0.51	17.76	21.57	26.66	34.02	39.60	40.96	22.01	38.22
Productos de trigo <sup>2/</sup>	1.61	11.13	9.97	10.33	12.74	14.80	15.52	10.47	14.35
Arroz	0.15	7.79	8.59	12.04	19.17	37.66	52.92	9.47	36.69
Productos de maíz <sup>2/</sup>	1.29	0.58	1.92	2.01	2.80	3.91	4.18	1.50	3.63
Otros abarrotos	1.65	3.15	3.10	4.09	4.38	5.39	6.66	3.44	5.48
Bebidas y tabaco	3.15	6.54	6.57	7.21	7.57	7.48	7.63	6.78	7.56
Alimentos preparados	1.36	5.26	5.20	5.89	6.13	6.45	6.79	5.45	6.46
Productos de azúcar	1.96	1.56	2.04	2.25	2.41	2.29	2.10	1.95	2.26
Productos lácteos	3.00	12.34	12.06	11.98	11.94	11.83	10.21	12.13	11.32

1/ Los grupos de genéricos están ordenados por la diferencia de las incidencias a la inflación general promedio de los trimestres reportados.

2/ Los genéricos que integran cada grupo se detallan en el Cuadro 1.

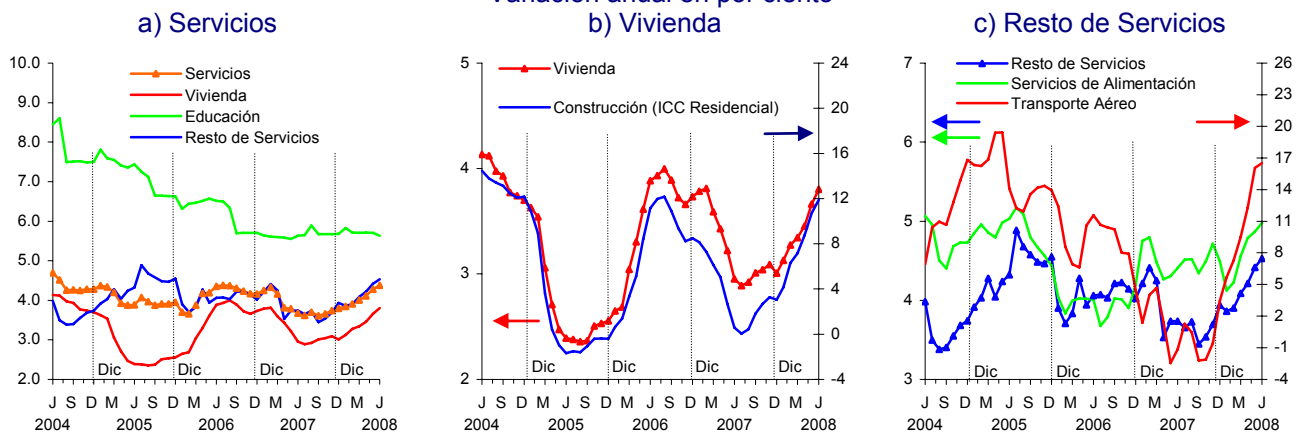
La inflación del subíndice de precios del resto de las mercancías (esto es, no alimenticias) mostró una trayectoria creciente de abril a junio, influida por las alzas que registraron algunos artículos para la higiene y limpieza en el hogar como detergentes, suavizantes y limpiadores, y jabón de tocador, así como por la de los productos derivados de la celulosa como el papel higiénico (Gráfica 3c). En ambos casos, estos resultados estuvieron influidos, en gran parte, por la evolución de las cotizaciones de las materias primas en los mercados internacionales y, en especial, las relacionadas con el petróleo y sus derivados, que son insumos en la fabricación de los productos señalados.



La variación anual promedio del subíndice subyacente de los servicios aumentó de 3.92 a 4.25 por ciento del primer al segundo trimestre de 2008 (Gráfica 5a). Cabe señalar, que en cada uno de los meses del periodo analizado, las tasas de crecimiento anual de los precios de los grupos de la vivienda y del resto de los servicios presentaron incrementos. Así, la tasa correspondiente al rubro de la vivienda pasó de 3.25 a 3.64 por ciento en las fechas señaladas (Gráfica 5b). Ello, en gran medida, obedeció al alza en el Índice del Costo de la Construcción Residencial, que observó un incremento promedio de 5.79 a 10.51 por ciento del primer al segundo trimestre de 2008. Los materiales para la construcción con mayores aumentos en sus precios fueron algunos componentes derivados del acero tales como productos de alambre y productos metálicos, cuyas tasas de inflación promedio anual pasaron de 13.14 a 47.04 por ciento en el primer caso, y de 7.97 a 21.59 por ciento en el segundo, en los trimestres señalados.

Por lo que respecta al subíndice subyacente del resto de los servicios, en el segundo trimestre de 2008 su inflación anual promedio aumentó 0.44 puntos porcentuales, con relación al trimestre anterior, para situarse en 4.39 por ciento (Gráfica 5c). La elevación de precios en el subíndice del resto de los servicios prácticamente estuvo determinada por las tarifas aéreas y los servicios de alimentación, donde destacan las loncherías y los restaurantes. La transportación aérea continuó experimentando alzas en sus costos de operación, dado que la tasa de variación anual del precio de la turbosina ha mantenido niveles muy elevados en los primeros seis meses del año (81.98 por ciento en junio de 2008). De hecho, algunas líneas aéreas de bajo costo han empezado a redimensionar las frecuencias y destinos de sus vuelos, cerrando las rutas menos rentables. Finalmente, los servicios de alimentación, que tienen una ponderación elevada en el INPC, han visto afectados sus costos de operación por los aumentos en los insumos que utilizan.<sup>1</sup> Así, sus tasas de inflación promedio anual pasaron de 4.68 a 5.34 por ciento en el caso de las loncherías y de 3.85 a 4.20 por ciento para los restaurantes.

**Gráfica 5**  
**Subíndice de Precios Subyacente de Servicios (Nueva Definición)<sup>1/</sup>**  
Variación anual en por ciento



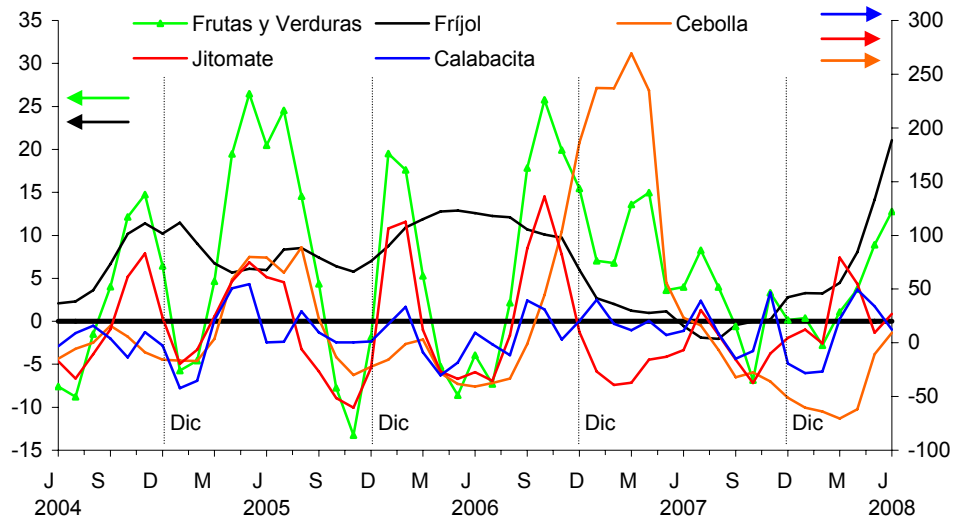
<sup>1/</sup> El Banco de México adoptó una nueva definición de inflación subyacente a partir de enero de 2008. Ver informe sobre la inflación de Julio-Septiembre de 2007, Anexo 1 págs. 53-58.

<sup>1</sup> Los ponderadores de las loncherías y de los restaurantes en el INPC son 3.58 y 2.33 por ciento, respectivamente.

El índice de precios no subyacente registró una variación promedio anual de 5.21 por ciento durante el segundo trimestre de 2008, con relación a un dato de 3.10 por ciento el trimestre previo (Cuadro 1). El aumento de la inflación no subyacente se vio impulsado por la evolución de los dos subíndices que la conforman, ya que la tasa de variación promedio anual de las cotizaciones de los productos agropecuarios pasó de 3.22 a 7.31 por ciento del primero al segundo trimestre de 2008, en tanto que la de los bienes y servicios administrados y concertados lo hizo de 3.04 a 4.18 por ciento (en la Sección 3.3.2 se detalla el comportamiento de este último subíndice).

La mayor inflación promedio registrada por los productos agropecuarios en buena medida se explica por el componente de las frutas y verduras, ya que la tasa de variación promedio de sus cotizaciones pasó de -0.44 a 8.25 por ciento del primer al segundo trimestre de 2008. Los principales productos que explican esta alza fueron la cebolla, la calabacita, el jitomate y el frijol (Gráfica 6). Por lo que toca a los productos pecuarios, el repunte en su tasa de inflación trimestral promedio (de 5.75 a 6.71 por ciento del primer al segundo trimestre de 2008), obedece a la trayectoria de las cotizaciones de la carne de pollo y el huevo, lo cual puede asociarse, entre otros factores, al continuo encarecimiento de los alimentos balanceados para ave, los cuales registraron en junio una tasa de variación anual de 18.19 por ciento en sus precios.

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

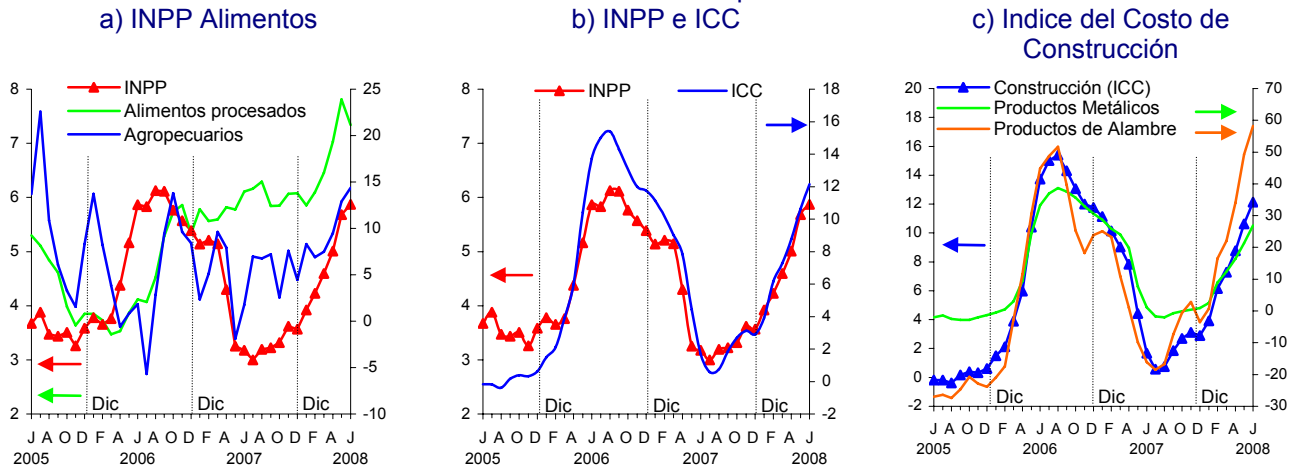


## 2.2. Índice Nacional de Precios Productor

Al igual que en el caso del INPC, el Índice Nacional de Precios Productor, excluyendo petróleo (INPP), fue afectado por el comportamiento de las materias primas en los mercados internacionales. De hecho, el INPP es el indicador que señala en primera instancia los aumentos que en general podrían materializarse en el INPC (salvo por el hecho de que algunas empresas absorbieran parte del aumento en su margen de producción o de comercialización). Así, el INPP registró una variación anual promedio de 5.52 por ciento en el segundo trimestre de 2008 con relación a la cifra de 4.25 por ciento

observada el trimestre anterior. Cabe señalar, que el resultado de la inflación medida por el INPP fue influido de manera determinante por la contribución que tuvo el sector de la construcción, cuya actividad se vio afectada por el incremento en las cotizaciones de los productos de alambre y de los productos metálicos. El sector de los alimentos, tanto en el grupo de agropecuarios como en el de productos procesados, también tuvo una incidencia significativa en el aumento de la inflación del periodo medida por el INPP.

**Gráfica 7**  
**Índice Nacional de Precios Productor Excluyendo Petróleo y Componentes Seleccionados**  
 Variación anual en por ciento



## 3. Principales Determinantes de la Inflación

### 3.1. Condiciones Externas

Durante el segundo trimestre de 2008, el comportamiento de la economía mundial se vio muy influido por el incremento de los precios del petróleo y los alimentos. Además de incidir en la inflación, lo anterior impactó el ingreso de las familias y, consecuentemente, su consumo, propiciando efectos adversos también sobre el crecimiento económico. Así, el debilitamiento de la actividad económica global se acentuó y las presiones inflacionarias aumentaron. En Estados Unidos, el crecimiento del PIB parece haber registrado un fortalecimiento, si bien transitorio, al tiempo que la información disponible apunta a una desaceleración significativa de la actividad económica en la zona del euro y en Japón. Aun cuando las economías emergentes continuaron expandiéndose a un ritmo dinámico, en varias de ellas se observaron indicios de una desaceleración en la tasa de crecimiento del PIB. Por otra parte, la inflación repuntó tanto en los países avanzados como en los emergentes, principalmente como resultado del incremento de los precios del petróleo y los alimentos. Además, las condiciones en los mercados financieros internacionales resintieron un nuevo episodio de incertidumbre en este periodo.

#### 3.1.1. Actividad Económica Global

El PIB de Estados Unidos registró un crecimiento modesto en el primer trimestre de 2008 (1 por ciento a tasa trimestral anualizada), como resultado del estancamiento de la absorción interna. En particular, la inversión residencial continuó representando un lastre para la actividad económica, al acumular su noveno trimestre de contracción y restar 1.1 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. Además, la inversión no residencial mostró un debilitamiento generalizado y el consumo privado creció apenas 1.1 por ciento a tasa trimestral anualizada, el aumento más bajo desde el segundo trimestre de 2001. Como en trimestres anteriores, el sector externo constituyó una de las principales fuentes de estímulo a la economía: las exportaciones netas contribuyeron 0.8 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. Cabe señalar que la expansión del PIB a tasa anual se ubicó en 2.5 por ciento, cifra similar a la observada el trimestre anterior.

Durante el periodo abril-junio, la economía estadounidense continuó siendo afectada por la contracción de la inversión en el sector residencial. Los datos oportunos de ventas, inicios e inventarios de casas, así como los precios de las mismas, apuntan a la persistencia de la debilidad en este sector. Además, no existen todavía indicios de que la caída de la inversión residencial esté llegando a su fin. Por otra parte, en el contexto de una situación caracterizada por un menor crecimiento de las utilidades corporativas, mayores restricciones crediticias y en general la prolongación de la situación de incertidumbre, el componente no residencial de la inversión fija se estima que haya mostrado una expansión moderada. El gasto personal en consumo registró durante el periodo abril-junio un comportamiento mejor de lo anticipado, debido fundamentalmente al efecto de las devoluciones de impuestos. Lo anterior, combinado con el crecimiento de las exportaciones netas, parece haber permitido un desempeño de la actividad económica superior al previsto a principios del trimestre y al observado en el

periodo enero-marzo. No obstante, en general se considera que el crecimiento del consumo se desacelerará una vez que los efectos del paquete de estímulo fiscal se disipen. Lo anterior en virtud de la debilidad del mercado laboral, el efecto adverso de la inflación sobre el ingreso personal, la baja tasa de ahorro de las familias y la persistencia de condiciones apretadas en los mercados crediticios, entre otros factores.

Aunque la posibilidad de que la economía de Estados Unidos entre en un periodo recesivo profundo parece en este momento muy baja, tampoco se vislumbra un crecimiento cercano al potencial en el futuro cercano. De hecho, es de esperarse que independientemente de las fluctuaciones cíclicas de corto plazo, el PIB registre una tasa de crecimiento moderada en el mediano plazo, dada la necesidad de que la expansión del consumo sea congruente con un fortalecimiento del ahorro interno y una disminución del déficit en cuenta corriente a niveles sostenibles. Los pronósticos de los analistas ubican el crecimiento del PIB en 1.6 por ciento en 2008 y en 1.7 por ciento en 2009.

En la zona del euro, la tasa de crecimiento trimestral anualizada del PIB durante el primer trimestre resultó superior a lo esperado, al situarse en 2.9 por ciento (2.1 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior). Esto reflejó principalmente el fuerte desempeño de la economía alemana, la cual registró su crecimiento trimestral más elevado en los últimos doce años. No obstante, diversos indicadores oportunos –entre ellos las ventas al menudeo, los índices de confianza de consumidores y empresas, y los índices de gerentes de compras para los sectores manufacturero y de servicios- sugieren una desaceleración pronunciada de la actividad económica en el segundo trimestre. En Japón, el crecimiento del PIB en el periodo enero-marzo también fue mayor a lo anticipado, con un crecimiento trimestral anualizado de 4.0 por ciento (1.3 por ciento a tasa anual), explicado fundamentalmente por el incremento del consumo privado y las exportaciones. El desempeño de la economía parece haberse debilitado de manera importante durante el segundo trimestre, principalmente en virtud del efecto adverso de los elevados precios del petróleo y otras materias primas.

La actividad económica se mantuvo fuerte en las economías emergentes durante el segundo trimestre, pero en varias de ellas se observaron indicios de un menor ritmo de crecimiento. En China, el PIB se expandió a una tasa anual de 10.1 por ciento en el periodo abril-junio, la menor desde el último trimestre de 2005. Esta fue la cuarta reducción consecutiva del crecimiento anual del producto, a partir de la cifra de 12.6 por ciento observada en el tercer trimestre de 2007. En la India, el PIB mostró un crecimiento anual de 8.8 por ciento en el primer trimestre; la actividad económica se habría desacelerado en el segundo, afectada entre otros factores por la restricción monetaria reciente, la turbulencia global en los mercados, la debilidad de la economía mundial y los elevados precios de los productos primarios. En América Latina, el incremento de la demanda interna y las exportaciones de productos primarios han contribuido a apoyar el crecimiento económico, si bien los indicadores oportunos sugieren que éste mostró en varios países en el periodo abril-junio un menor dinamismo que en el primer trimestre.

### 3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación

Las cotizaciones internacionales del petróleo registraron fuertes presiones alcistas en el segundo trimestre de 2008. Los precios del crudo tipo

West Texas Intermediate (WTI) repuntaron de manera casi ininterrumpida, pasando de un nivel de 102 dólares por barril a finales de marzo, a 140 dólares al cierre del segundo trimestre, y rebasando los 145 dólares a principios de julio y nuevamente a mediados de ese mes. Esta tendencia al alza se revirtió desde mediados de julio: del 14 al 29 de ese mes, los precios del WTI registraron un descenso de 23.0 dólares. Por su parte, el ritmo de crecimiento anual del índice de precios de los productos primarios no petroleros aumentó durante el segundo trimestre, reflejando una aceleración del crecimiento de los precios de los alimentos.<sup>2</sup>

Ante el rápido incremento de los precios de los alimentos y la energía, las presiones inflacionarias en la economía mundial se acentuaron durante el segundo trimestre. Además, en las economías emergentes en su conjunto dichas presiones se vieron agravadas por la expansión de la demanda interna y por la elevada participación de los alimentos en sus canastas de consumo. En este contexto, la inflación en prácticamente todos los países avanzados y emergentes se ubicó por encima de las metas establecidas por las autoridades (Recuadro 1). Así, contener las presiones inflacionarias en circunstancias bajo las cuales los riesgos para el crecimiento económico son a la baja, se ha convertido en el principal desafío para la política monetaria en casi todos los países.

En Estados Unidos, la inflación general al consumidor aumentó de 4.0 por ciento a tasa anual en marzo a 5.0 por ciento en junio. Por su parte, la inflación subyacente se ubicó en 2.4 por ciento en junio. Esta última ha estado fluctuando alrededor de ese nivel a lo largo del año, lo que refleja un impacto moderado de la inflación general sobre la subyacente y la ausencia de presiones derivadas de los costos laborales. Se espera que la inflación general al consumidor descienda hacia finales de este año y en 2009. Sin embargo, el panorama inflacionario es muy incierto. Por una parte, las expectativas de inflación tanto para este año como para el siguiente se han ajustado al alza. Por otra parte, si bien los indicadores de las expectativas de inflación de largo plazo considerados más confiables sugieren que éstas se mantienen ancladas en un nivel de alrededor de 2.5 por ciento, otros, especialmente aquellos basados en encuestas a consumidores, muestran cifras más altas.

En la zona del euro, la inflación general al consumidor continuó repuntando en el periodo abril-junio, ubicándose en 4.0 por ciento anual al cierre del trimestre (3.6 por ciento en marzo). Esta cifra es superior a la meta de menos de 2.0 por ciento establecida por el Banco Central Europeo (BCE), y las autoridades monetarias esperan que la inflación exceda por un margen considerable a dicha meta por un periodo prolongado. En Japón, junio representó el noveno mes en el que se registran de manera consecutiva tasas positivas de inflación. El índice general de precios al consumidor mostró un crecimiento de 2.0 por ciento a tasa anual en el mes, y las autoridades esperan que la inflación continúe arrojando cifras positivas bajo el impacto de los mayores precios de los energéticos y los alimentos.

---

<sup>2</sup> Para una descripción más amplia de la evolución de los precios internacionales de los productos primarios, véase las secciones 3.3.4. y 3.3.5.

### Recuadro 1 Acciones Recientes de Política Monetaria en Otros Bancos Centrales

En un entorno en el que se han registrado incrementos importantes de los precios internacionales de las materias primas y los alimentos, tanto la inflación como las perspectivas inflacionarias de los agentes económicos en un gran número de países han registrado un deterioro en los últimos meses. En este contexto, la mayoría de los bancos centrales han venido restringiendo su postura de política monetaria o bien han dejado de disminuir sus tasas de interés de referencia, a pesar de que los riesgos a la baja para el crecimiento de la economía mundial continúan siendo importantes. Sin embargo, como se muestra a continuación, el nivel actual de la tasa de interés real de corto plazo en varias economías emergentes es relativamente bajo, e inclusive negativo en algunos casos.

En el Cuadro 1 se presenta información referente a la meta de inflación, la inflación observada, las expectativas sobre la misma, la tasa de interés de referencia o de política monetaria y la tasa de interés real de economías industrializadas y emergentes. En la mayoría de los casos, los bancos centrales de estas economías conducen la política monetaria utilizando el esquema de objetivos de inflación y utilizan una tasa de interés nominal de corto plazo como instrumento principal para implementar cambios en su postura monetaria.

Durante 2007, el alza en las referencias internacionales de algunas materias primas y alimentos contribuyó a que al cierre del año la inflación general anual se ubicara por arriba de la meta de inflación (o del límite superior del intervalo de variabilidad definido alrededor de la meta) en más de la mitad de las economías consideradas en el Cuadro 1. Asimismo, se observa que en el transcurso de 2008, con excepción de Canadá, la inflación general anual se ha incrementado, y en algunos casos en magnitudes considerables. A este respecto, cabe señalar que el incremento en la inflación en México durante 2008 ha sido moderado en comparación con lo sucedido en otras economías.

La información referente a las expectativas de inflación provenientes de encuestas levantadas en marzo de este año entre analistas económicos, mostraba que en la mayoría de los casos se anticipaba que para 2008 la inflación se ubicaría por arriba de la meta de inflación. Sin embargo, dada la naturaleza de los choques que han venido afectando la inflación, se preveía que su efecto sobre la misma fuese temporal y que en 2009 retomase una trayectoria congruente con la meta de inflación. Así, en la mayoría de los casos considerados, las expectativas de inflación para 2009 eran congruentes con la meta de inflación.

En los últimos cuatro meses, las presiones inflacionarias se intensificaron en prácticamente todas las economías a raíz de que los precios de las materias primas y los alimentos continuaron aumentando en los mercados internacionales. Ante estos choques de oferta, es de esperarse que las expectativas de inflación a menores plazos se revisen al alza, como efectivamente sucedió con las correspondientes a 2008. Sin embargo, las expectativas para 2009 también se revisaron al alza, propiciando así que actualmente éstas se ubiquen por arriba de la meta de inflación en varias de las economías consideradas en el Cuadro 1. Teniendo en consideración que las expectativas de inflación correspondientes a 2009 consideran un horizonte a más de doce meses, su incremento es indicativo, entre otras cosas, de un deterioro en el balance de riesgos asociado a la inflación.

En el entorno antes descrito, la mayor parte de los bancos centrales han expresado en sus comunicados y reportes oficiales su inquietud por el deterioro de las expectativas de inflación. Asimismo, en el Cuadro 1 se muestra que durante 2008 un número considerable de bancos centrales ha incrementado su tasa de interés de referencia. A este respecto, es importante señalar que en la mayoría de los casos el incremento acumulado en dichas tasas durante el periodo enero-marzo fue menor que el que se ha observado a partir del segundo trimestre del año. Ello coincide, como se mencionó, con el deterioro reciente en las expectativas de inflación correspondientes a 2009.

Por su parte, entre los bancos centrales que durante 2008 no han incrementado sus tasas de interés de referencia destacan los casos de Canadá, EEUU y Reino Unido, donde inclusive las tasas referidas se han reducido en un contexto en el que su actividad económica se ha desacelerado de manera importante. Sin embargo, es importante señalar que en los tres casos la última reducción en sus tasas de referencia tuvo lugar en abril.<sup>1</sup> Lo anterior es reflejo de que ante el deterioro reciente en el panorama inflacionario, estos bancos centrales han dejado de reducir sus tasas de referencia.

Finalmente, como resultado de la dinámica reciente de las expectativas de inflación y de las tasas de interés nominales, es importante señalar dos aspectos con relación a las tasas de interés reales de corto plazo.<sup>2</sup> Por un lado, en la mayor parte de los casos en que durante el año se han registrado incrementos en las tasas de interés de referencia (tasas nominales), se ha observado también que las tasas de interés reales han disminuido, ya que los incrementos en las primeras, hasta ahora, se han visto más que compensados por el deterioro en las expectativas de inflación. En este sentido, como recientemente lo han señalado algunos bancos centrales en sus comunicados, es posible que en el futuro se continúen observando incrementos en las tasas de referencia de algunas economías.

Por otro lado, un segundo aspecto en relación con las tasas de interés reales de corto plazo se refiere al hecho de que en varios casos los niveles actuales de éstas se ubican cerca o por debajo de cero. Lo anterior es indicativo de que al contar con tasas de interés reales relativamente bajas, algunas de estas economías, especialmente de Asia, han contribuido a sostener la demanda mundial por energéticos y granos, y las presiones sobre sus respectivas inflaciones.

<sup>1</sup> En el caso de Nueva Zelandia, el 24 de julio el banco central redujo su tasa de referencia en 25 puntos base, en un contexto en el que se espera que la actividad económica se desacelere y que en el mediano plazo la inflación retome una trayectoria congruente con la meta de inflación.

<sup>2</sup> El indicador de tasa de interés real se calcula utilizando la tasa de interés nominal de referencia de cada banco central y un indicador de expectativas de inflación general anual doce meses hacia adelante estimado a partir de las expectativas de inflación para 2008 y 2009 reportadas en las encuestas de diciembre de 2007 y de julio de 2008.

**Cuadro 1**  
**Inflación, Expectativas de Inflación y Tasas de Interés**  
**en Economías Industrializadas y en Desarrollo**

Bancos Centrales	Objetivo de Inflación <sup>1/</sup> (%)	Inflación Anual <sup>2/</sup> (%)		Expectativas de Inflación <sup>2/ 3/</sup> (%)				Tasa de Interés Nominal de Referencia		Indicador de Tasa de Interés Real <sup>4/</sup>		
				Encuesta Marzo		Encuesta Julio		Cambios 2008 (Puntos base)		Nivel Actual (%)	Cambios Ene-Jul 2008 <sup>7/</sup> (Puntos base)	Nivel Actual (%)
		Dic-07	Jun-08	2008	2009	2008	2009	Ene-Mar <sup>5/</sup>	Abr-Jul <sup>6/</sup>			
BCE	< 2	3.1	4.0	2.7	2.0	3.6	2.4	0	+25	4.25	-35	1.3
Australia	[2-3]	3.0	4.5	3.3	2.8	4.2	3.2	+50	0	7.25	-23	3.5
Brasil	4.5 (+/-2)	4.5	6.1	4.4	4.2	6.5	5.0	0	+175	13.00	11	7.0
Canadá	[1-3]	2.4	3.1	1.6	1.9	2.4	2.1	-75	-50	3.00	-185	0.8
Chile	3 (+/-1)	7.8	9.5	4.4	3.4	7.4	4.5	+25	+100	7.25	-86	1.5
China	n.a.	6.5	7.1	5.0	3.6	7.0	4.8	0	0	7.47 <sup>11/</sup>	-158	1.7
Colombia	[3-4.5]	5.7	7.2	4.9	4.3	6.2	4.9	+25	+25	10.00	-56	4.3
Corea	3 (+/-0.5)	3.6	5.5	3.3	2.9	4.6	3.8	0	0	5.00	-121	0.8
EEUU	n.a.	4.1	5.0	3.4	2.3	4.3	2.8	-200	-25	2.00	-299	-1.4
Filipinas	4 (+/-1)	3.9	11.4	4.1	3.8	8.8	5.8	-25	+75	5.75	-291	-1.2
Hungría	3 (+/-1)	7.4	6.7	5.9	3.6	6.3	4.2	+50	+50	8.50	-1	3.3
India	n.a.	5.5	7.8 <sup>10/</sup>	5.8	5.1	7.8	6.3	0	+75	8.50 <sup>12/</sup>	-56	1.5
Indonesia	4.5 (+/-1) <sup>8/</sup>	6.6	11.0	7.0	6.4	10.1	7.9	0	+75	8.75	-137	-0.1
Israel	[1-3]	3.4	4.8	2.8	2.3	4.0	2.6	-100	+75	4.00	-141	0.8
México	3(+/-1)	3.8	5.3	3.8	3.4	4.9	3.9	0	+50	8.00	-3	3.5
Noruega	2.5	2.8	3.4	3.4	2.2	3.5	2.7	0	+50	5.75	5	2.6
Nueva Zelandia	[1-3]	3.2	4.0	3.2	2.7	4.0	3.2	0	-25	8.00	-99	4.3
Perú	2 (+/-1)	3.9	5.7	3.3	2.9	5.3	4.4	+25	+75	6.00	-147	1.2
Polonia	2.5 (+/-1)	4.0	4.6	4.0	3.1	4.3	3.6	+75	+25	6.00	19	2.0
Reino Unido	2 <sup>9/</sup>	2.1	3.8	2.5	2.0	3.4	2.8	-25	-25	5.00	-144	1.9
Rep. Checa	3 (+/-1)	5.4	6.7	6.4	3.4	6.6	3.4	+25	0	3.75	-17	-0.9
Rusia	n.a.	11.9	15.1	10.4	8.8	13.2	10.6	+25	+75	11.00	-190	-0.6
Sudáfrica	[3-6]	9.0	11.7 <sup>10/</sup>	7.3	5.7	9.6	6.6	0	+100	12.00	-117	3.8
Suecia	2 (+/-1)	3.5	4.3	3.1	2.3	3.7	2.7	+25	+25	4.50	8	1.3
Suiza	< 2	2.0	2.9	1.8	1.3	2.5	1.5	0	0	2.75	-51	0.8
Turquía	4 (+/-2)	8.4	10.6	8.0	5.7	10.5	8.2	-50	150	16.75	-204	7.0
Venezuela	n.a.	22.5	32.2	29.8	28.6	30.5	28.5	-13	+12	10.31 <sup>13/</sup>	-1231	-14.7

1/ Los casos en los que no se ha dado a conocer un objetivo cuantitativo para la inflación se señalan con la leyenda n.a.

2/ Los números en azul indican que la inflación o la expectativa de inflación reportada es congruente con la meta del banco central. Los números en rojo indican que la inflación o la expectativa de inflación reportada se ubica por arriba de la meta de inflación o del límite superior del rango de variabilidad definido alrededor de la meta.

3/ Las expectativas de inflación de las economías latinoamericanas y de Rusia se refieren al cierre del año. En el resto de las economías se refieren al promedio del año.

4/ El indicador de tasa de interés real se calcula utilizando la tasa de interés nominal de referencia de cada banco central y un indicador de expectativas de inflación general anual doce meses hacia adelante, mismo que se define con base en las expectativas de inflación para 2008 y 2009 recabadas en las encuestas de *Consensus Forecasts* de diciembre de 2007 y de julio de 2008.

5/ Cambio en la tasa de interés de referencia de diciembre de 2007 a marzo de 2008.

6/ Cambio en la tasa de interés de referencia de marzo de 2008 a julio de 2008.

7/ Cambio en el indicador de tasa de interés real de diciembre de 2007 a julio de 2008.

8/ Objetivo de inflación para 2009. El objetivo para 2008 es de 5 (+/-1).

9/ Si bien el objetivo de inflación es 2 por ciento, cuando la inflación se desvía más de 1 punto porcentual por arriba o por abajo el banco central tiene la obligación de enviar una carta pública al poder ejecutivo en donde explique la evolución reciente de la inflación y las acciones que se llevarán a cabo para que esta regrese a 2 por ciento.

10/ Inflación correspondiente a mayo.

11/ Corresponde a la tasa de préstamos de instituciones financieras. Aunque esta tasa se ha mantenido sin cambio, el banco central ha endurecido la postura monetaria incrementando el encaje legal en cinco ocasiones durante 2008.

12/ Corresponde a la tasa de recompra de referencia.

13/ Corresponde al promedio ponderado de la tasa de operaciones interbancarias a 1 día durante julio de 2008.

Fuentes: *Bloomberg*, *Consensus Forecasts* y páginas de los bancos centrales.

Las presiones inflacionarias continuaron siendo más pronunciadas en las economías emergentes que en las avanzadas durante el segundo trimestre. Cabe destacar que en varios de aquellos países la política monetaria se mantuvo relajada, reflejándose en tasas de interés reales bajas o incluso negativas, a pesar de la presencia de elevadas tasas de inflación, lo que acentuó las presiones generadas por los precios del petróleo y los alimentos. Esta fue una característica particularmente marcada, aunque no exclusiva, de algunas



economías asiáticas, en las que el mantenimiento de tipos de cambio subvaluados ha implicado la implementación de políticas monetarias laxas. De esta forma, además de acentuar las presiones inflacionarias, se ha obstaculizado un ajuste suave de los desequilibrios globales en cuenta corriente. En China, si bien la inflación anual al consumidor se ubicó en 7.1 por ciento en junio, por debajo de las cifras de alrededor de 8 por ciento registradas en los tres meses previos, esto se vio influido por factores estacionales, por lo que la inflación podría repuntar más adelante en el año. En la India, los precios al productor crecieron a una tasa anual de 11.9 por ciento en la cuarta semana de junio, la mayor en más de trece años, y en ese mes se anunciaron aumentos significativos de los precios administrados de los combustibles, lo que repercutirá en la inflación de los meses siguientes. En Rusia, la inflación general al consumidor registró una cifra anual de 15.1 por ciento en junio. En América Latina, el ritmo de crecimiento de los precios al consumidor se aceleró durante el periodo abril-junio aun en países que han seguido durante lapsos prolongados políticas macroeconómicas prudentes, y el balance de riesgos para la inflación en la mayoría de los países de la región se sesgó al alza.

### 3.1.3. Mercados Financieros

La evolución en los mercados financieros internacionales durante el periodo abril-junio se vio muy influida por dos factores. En primer lugar, en la definición del balance de riesgos de algunos de los principales bancos centrales se observó una mayor preocupación por aquellos derivados de las presiones inflacionarias, lo que se reflejó en la postura de su política monetaria. En segundo lugar, el surgimiento de dudas sobre la fortaleza de algunas instituciones financieras propició otro periodo de incertidumbre en los mercados de dinero, que generó un nuevo incremento de la percepción de riesgo y afectó a diversos segmentos de los mercados financieros, especialmente en Estados Unidos.

En virtud de la debilidad de la actividad económica y la persistencia de riesgos significativos a la baja para ésta, en su reunión del 30 de abril el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos (FOMC por sus siglas en inglés) decidió reducir en 25 puntos base la tasa de fondos federales, a un nivel de 2 por ciento. Con esta disminución, la tasa de interés de política se ubicó 225 puntos base por debajo de la cifra prevaleciente a finales de 2007.

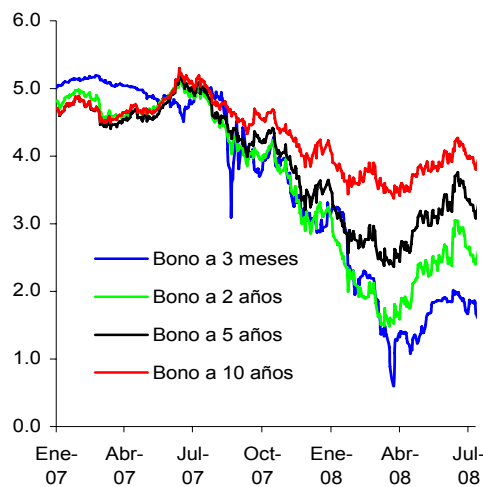
En la reunión correspondiente a junio, el FOMC mantuvo sin cambio el objetivo para la tasa de interés de fondos federales. Lo anterior obedeció, en parte, a una trayectoria de la actividad económica menos débil de lo anticipado y a la percepción de menores riesgos a la baja para ésta. Adicionalmente, al tomar esta decisión, las autoridades monetarias estadounidenses destacaron la incertidumbre sobre las perspectivas para la inflación y el elevado nivel de algunos indicadores de las expectativas inflacionarias. En este contexto, la curva de futuros para la tasa de fondos federales se desplazó hacia arriba durante el trimestre, sugiriendo el fin del periodo de relajamiento monetario en Estados Unidos.

Al observarse cierta mejora en las perspectivas para la actividad económica y ante la percepción de que la Reserva Federal comenzaría a enfrentar con mayor vigor las presiones inflacionarias, las tasas de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos mostraron un repunte generalizado durante

la mayor parte del trimestre (Gráfica 8). Este se revirtió parcialmente desde mediados de junio, en buena medida como resultado del resurgimiento de incertidumbre en los mercados financieros. El diferencial negativo que se había venido observando entre la tasa a 3 meses y la tasa de política desde el inicio de los problemas del mercado crediticio en agosto del año pasado, se redujo de manera importante al aumentar las tasas de interés de los bonos del Tesoro. Dicho diferencial, que básicamente había desaparecido a mediados de junio, comenzó a ampliarse de nueva cuenta como resultado de los factores antes señalados. Las tasas de interés de largo plazo mostraron una trayectoria similar a las de corto plazo durante el trimestre. Así, la curva de rendimiento conservó la pendiente positiva que había mostrado desde mediados de marzo.

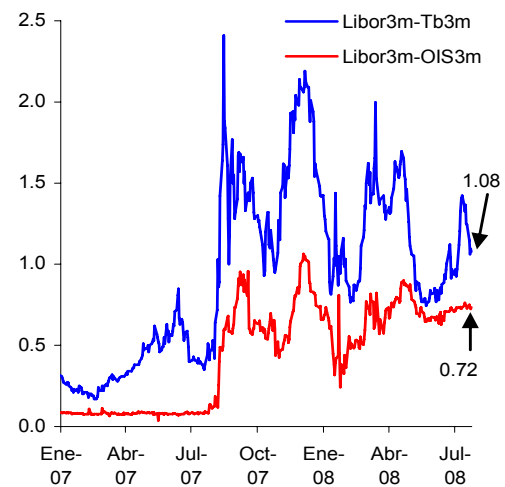
**Gráfica 8**  
**EUA: Tasas de Interés**  
Por ciento anual

a) Rendimiento de los Bonos del Tesoro de EUA a 10 años, 5 años, 2 años y 3 meses



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 29 de julio de 2008.

Fuente: Bloomberg.

Como resultado de la incertidumbre en los mercados financieros y sus efectos potenciales sobre la actividad económica, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalteradas sus tasas de interés de política durante el segundo trimestre. Sin embargo, con el fin de evitar efectos de segundo orden del repunte de la inflación y contrarrestar los crecientes riesgos a la estabilidad de precios en el mediano plazo, el BCE decidió aumentar en 25 puntos base la tasa de interés de referencia durante su reunión del 3 de julio. Por su parte, el Banco de Inglaterra dejó sin cambios su tasa de interés de política desde el 10 de abril, cuando la redujo en 25 puntos base para ubicarla en 5 por ciento. En Japón, las autoridades monetarias mantuvieron la tasa de interés de política en 0.5 por ciento, nivel que se ha mantenido desde febrero de 2007.

Las medidas implementadas por las autoridades de Estados Unidos y otros países industrializados durante el primer trimestre del año aliviaron las tensiones en los mercados de fondeo de corto plazo, permitiendo una

disminución de las tasas de interés interbancarias. Además, la fortaleza de diversas instituciones financieras mejoró conforme dichas instituciones continuaron reduciendo su exposición a activos de alto riesgo y aumentando sus niveles de capitalización.

Sin embargo, desde mediados de mayo el costo de protección contra suspensiones de pagos (credit default swaps) para bancos comerciales y de inversión en Estados Unidos y otros países aumentó de manera significativa, si bien manteniéndose en niveles inferiores a los observados a mediados de marzo. Lo anterior parece haber obedecido en buena medida a temores relacionados con la posibilidad de pérdidas adicionales en algunos bancos, vinculadas a su exposición a instrumentos de deuda colateralizados, bonos de alto rendimiento y préstamos apalancados, así como al aumento de la cartera vencida. La situación se vio complicada por la necesidad de aumentar el capital en diversas instituciones, en un momento en que el acceso a fuentes de capitalización se ha dificultado y su costo se ha elevado. En respuesta a esta situación, las condiciones de otorgamiento de crédito bancario se hicieron más estrictas. Los problemas en el sector bancario se reflejaron en los mercados de dinero, particularmente en Estados Unidos, hacia principios de junio. Así, con la mayor incertidumbre sobre el riesgo de contraparte, el diferencial entre la tasa LIBOR en dólares y el índice de swaps a 1 día para el plazo correspondiente (overnight index swap, o OIS por sus siglas en inglés), interrumpió la tendencia a la baja que había venido mostrando en los primeros dos meses del trimestre (Gráfica 8).

Estos problemas se vieron agudizados en julio por el surgimiento de dudas sobre la solvencia de las agencias hipotecarias con apoyo gubernamental.<sup>3</sup> Ante la incertidumbre generada por la expectativa de mayores pérdidas en el sector hipotecario, el continuo aumento en la cartera vencida de hipotecas respaldadas por estas agencias y la perspectiva de mayores necesidades de capital para cumplir con requerimientos de las autoridades regulatorias, las interrogantes sobre la viabilidad de estas agencias se incrementaron y los precios de sus acciones se desplomaron. Así, en julio las autoridades de Estados Unidos dieron a conocer planes para fortalecer la situación financiera de estas agencias. En particular, a mediados de ese mes la Reserva Federal anunció la autorización para que, a través del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, dichas agencias puedan acceder a financiamiento inmediato en caso de ser necesario. El costo del financiamiento sería el mismo que el de la ventanilla de descuento y estaría respaldado por bonos del gobierno de Estados Unidos y otras agencias federales. Además, el 26 de julio el Senado aprobó un proyecto de ley que permitirá a la Tesorería --de manera temporal-- comprar acciones o deuda a las agencias hipotecarias con apoyo gubernamental, e incrementar su supervisión sobre dichas agencias.<sup>4</sup>

La nueva etapa de nerviosismo se reflejó en el comportamiento de otros mercados. Así, los diferenciales de rendimiento de las emisiones de bonos de empresas con grado de inversión respecto a los bonos del Tesoro estadounidense, que habían disminuido en abril y mayo, aumentaron desde

<sup>3</sup> Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) y Federal National Mortgage Association (Fannie Mae).

<sup>4</sup> Las medidas también incluyen un plan para ayudar a deudores hipotecarios en problemas a refinanciar sus hipotecas a través de préstamos con condiciones más favorables y garantizados por el gobierno, así como alivio de impuestos a compradores de vivienda. El proyecto de ley había sido aprobado previamente por la Cámara de Representantes; para entrar en vigor, deberá ser firmado por el Presidente Bush.

mediados de junio. Cabe hacer notar que dichos diferenciales se mantuvieron por debajo de los observados al cierre de marzo y que las emisiones de deuda corporativa para estas empresas alcanzaron en mayo niveles récord. Sin embargo, las primas de riesgo en los mercados de bonos permanecieron elevadas en comparación a sus niveles históricos, lo que sugiere que los inversionistas continuaron preocupados por las perspectivas de crecimiento en algunas industrias y empresas. El aumento de los diferenciales en dicho lapso fue mucho más pronunciado para los bonos de alto rendimiento.

Los mercados de valores registraron un comportamiento volátil en el periodo abril-junio. Durante la primera mitad del trimestre, los índices Dow Jones, Nasdaq y S&P-500 mostraron mejoría respecto al cierre de marzo. Sin embargo, desde mediados de mayo se observó una tendencia a la baja en los tres índices accionarios, debido al retorno de temores sobre la fortaleza de diversas instituciones del sector financiero y a la nueva ola de incrementos del precio del petróleo, entre otros factores. El índice de empresas de alta tecnología Nasdaq terminó el trimestre con un pequeño avance de 0.6 por ciento, en tanto que el Dow Jones y el S&P-500 retrocedieron 7.4 y 3.2 por ciento, respectivamente. En Europa, las empresas que cotizan en la bolsa fueron afectadas por factores similares a los que incidieron en el mercado estadounidense. Tanto el mercado alemán como el inglés cayeron más de 1 por ciento durante el periodo abril-junio, mientras que mercado francés se contrajo 5.8 por ciento. El contraste lo ofrecieron los mercados canadiense y japonés, los cuales tuvieron sólidos avances de 8.4 y 7.6 por ciento, respectivamente. En los mercados emergentes, destacan los casos de las bolsas de Vietnam, China, India y Turquía, las cuales disminuyeron durante el trimestre 22.7, 18.2, 15.3 y 10.0 por ciento, respectivamente. Durante el mes de julio, los mercados accionarios tanto de los países avanzados como de los emergentes mostraron una marcada volatilidad, con caídas durante la primera mitad de julio en la mayoría de los casos y una leve recuperación hacia finales de mes.

Durante el segundo trimestre el dólar detuvo su tendencia a la depreciación, recuperándose ligeramente ante el aparente fin del proceso de aflojamiento monetario interno. La divisa estadounidense mostró pequeñas ganancias frente al euro, la libra esterlina y el yen, y tuvo un modesto retroceso en relación al dólar canadiense. Medido con base al índice del tipo de cambio respecto a las principales monedas, el dólar se apreció 0.92 por ciento del cierre del primer trimestre a fines de junio. En el mismo lapso, el dólar se apreció 0.19 por ciento de acuerdo al índice amplio.<sup>5</sup> Al 29 de julio, el primero de estos índices siguió mostrando recuperación, al apreciarse 1.08 por ciento respecto al cierre de junio, mientras que el índice amplio se mantuvo estable en ese periodo.

En los mercados emergentes se observó un comportamiento favorable de los márgenes de deuda soberana desde mediados de marzo y durante los primeros dos meses del segundo trimestre. Los índices EMBI Global para las regiones de América Latina, Asia y Europa, disminuyeron 91, 43 y 59 puntos base, respectivamente, de su punto máximo del primer trimestre —alcanzado el 17 de marzo— al 12 de junio. Sin embargo, a partir de esta última fecha se

<sup>5</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.

observó, con altibajos, un deterioro, y los indicadores EMBI de las regiones mencionadas aumentaron 45, 35 y 32 puntos base al 29 de julio. En ese lapso, el índice EMBI Global compuesto aumentó 39 puntos base. Por su parte, el diferencial para los instrumentos de cobertura contra el riesgo de incumplimiento de pagos (credit default swaps) para economías emergentes mostró una tendencia descendente en la primera mitad del segundo trimestre, alcanzando un mínimo local de 205 puntos el 19 de mayo, antes de aumentar a 255 puntos al cierre del trimestre y ubicarse en 243 puntos al 29 de julio.

#### 3.1.4. Perspectivas

Las perspectivas para la economía mundial son particularmente inciertas en la coyuntura actual, caracterizada por riesgos al alza para la inflación y a la baja para el crecimiento económico. Lo anterior se combina para formar un escenario que implica decisiones difíciles para la mayoría de los bancos centrales. El Fondo Monetario Internacional proyecta una disminución del crecimiento económico mundial, de 5 por ciento en 2007 a 4.1 por ciento en 2008.<sup>6</sup> Al mismo tiempo, se esperan incrementos en la inflación general al consumidor en ese lapso, de 2.2 por ciento a 3.4 por ciento en los países avanzados, y de 6.4 a 9.1 por ciento en los emergentes y en desarrollo.

En Estados Unidos, si bien las perspectivas para la actividad económica han mostrado cierta mejora, es de esperarse que el crecimiento del PIB se debilite una vez que se diluyan los efectos del paquete de estímulo fiscal. En particular, la evolución reciente de los determinantes principales del consumo apuntan a una trayectoria débil de este componente de la demanda durante un periodo prolongado. Además, no existen indicios que permitan prever el fin del desplome de la inversión residencial en el futuro cercano y persiste el riesgo de un deterioro adicional de las condiciones en los mercados financieros. En general, los analistas esperan una desaceleración de la actividad económica en la segunda mitad de 2008, con una recuperación gradual en el siguiente año. Sin embargo, el panorama es incierto y la posibilidad de que la economía estadounidense entre en recesión no puede descartarse. Los riesgos se acentúan en virtud del debilitamiento de las economías de Europa y Japón.

En lo referente al panorama para la inflación mundial, los indicadores de inflación general se ubican por encima de las expectativas en muchos países industriales y en desarrollo. Ello a pesar del reciente descenso de los precios del petróleo y otros productos primarios. Además, existe el riesgo de nuevos aumentos en las cotizaciones de estos productos, así como de efectos de segundo orden sobre la inflación. En un número significativo de economías emergentes los riesgos al alza para la inflación han sido acentuados por la continuación de un rápido crecimiento de la demanda interna.

La persistencia de elevados desequilibrios en las balanzas en cuenta corriente de diversas economías continúa planteando riesgos importantes para la economía mundial. El déficit en cuenta corriente de Estados Unidos se mantiene en niveles elevados a pesar de la corrección observada en los últimos años, al tiempo que se observan superávits considerables en otros países. Bajo estas circunstancias, persiste el riesgo de un ajuste brusco en los mercados cambiarios

---

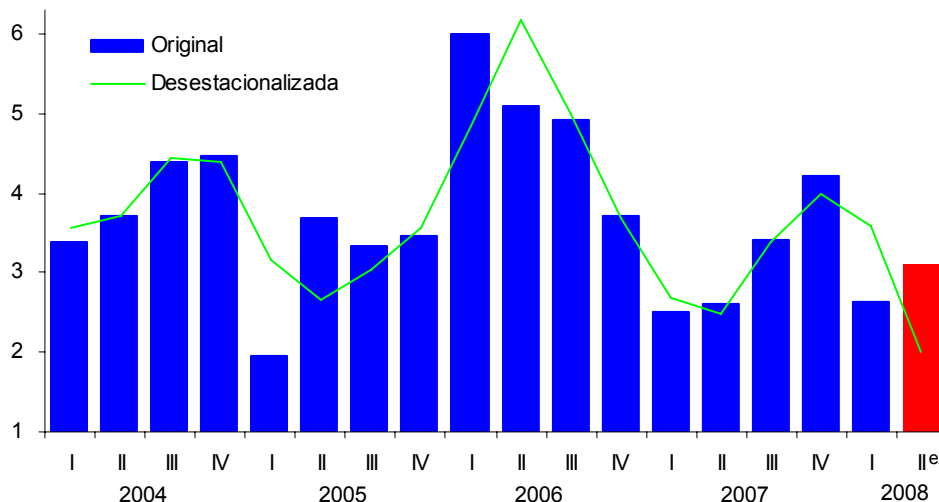
<sup>6</sup> En las cifras agregadas para la economía mundial se usan ponderadores del PIB para cada país basados en la paridad del poder de compra.

internacionales, particularmente tomando en cuenta que los movimientos de los tipos de cambio no han reflejado la distribución de los desequilibrios externos. La corrección de estos desequilibrios requiere de esfuerzos de parte de todos los países involucrados, incluyendo una expansión moderada del consumo en Estados Unidos que permita fortalecer los niveles de ahorro interno en ese país.

### 3.2. Oferta y Demanda Agregadas en México

Durante el segundo trimestre de 2008, la actividad económica mantuvo la tendencia de desaceleración que había presentado en el primer trimestre del año. Dicha desaceleración comprendió tanto a los indicadores de demanda agregada, como a los de producción. El comportamiento de los indicadores de la actividad económica estuvo influido en el segundo trimestre, al igual que ocurrió en el primero, por un efecto estadístico de Semana Santa, dado que en el presente año ese periodo de asueto cayó en marzo, mientras que el año pasado ocurrió en abril. Lo anterior implicó que en el segundo trimestre de 2008 las variaciones anuales de los indicadores de producción y demanda estuvieran influidas al alza, luego de haber sido afectadas a la baja en el primero. De hecho, tal efecto determinó que el crecimiento anual del PIB en el segundo trimestre haya superado al del primero, al situarse de acuerdo con la información disponible en alrededor de 3 por ciento (2.6 por ciento en el primer trimestre del año). No obstante, una vez que las cifras se ajustan por estacionalidad (lo que también implica ajustar por el efecto de Semana Santa), se estima que el incremento anual del PIB en el segundo trimestre haya resultado cercano a 2 por ciento, una tasa más baja que la observada en el primero (3.7 por ciento; Gráfica 9).

**Gráfica 9**  
**Producto Interno Bruto<sup>1/</sup>**  
Variaciones anuales en por ciento



e/ Estimado.

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

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

La desaceleración de la actividad económica en el segundo trimestre continuó siendo atenuada por diversos factores que siguieron compensando parcialmente el impacto del debilitamiento de la economía de Estados Unidos. No

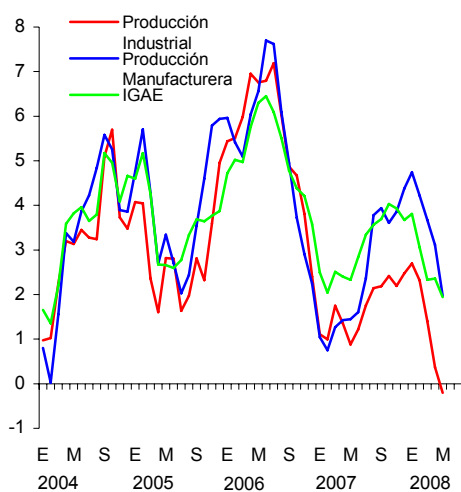
obstante, como se verá más adelante, algunos de esos factores perdieron dinamismo en los meses más recientes.

### 3.2.1. Producción Sectorial

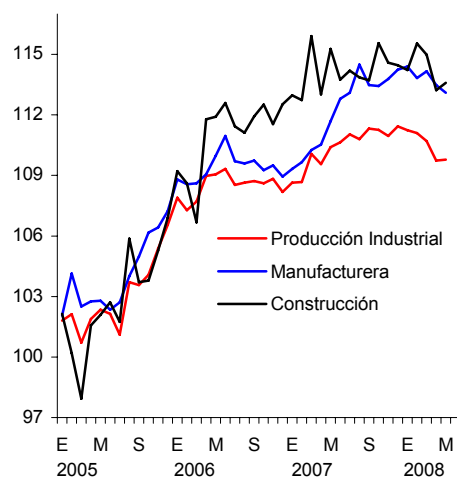
La expansión anual del PIB en el segundo trimestre del año se originó de incrementos anuales en los tres sectores que lo integran, resultando el crecimiento en los sectores de servicios y el agropecuario superior al que presentó el industrial.<sup>7</sup> En general, se estima que en el segundo trimestre la producción industrial, medida con datos desestacionalizados, haya mostrado una desaceleración como reflejo de un menor crecimiento del sector manufacturero; de una débil expansión de la industria de la construcción y por una caída de la minería (Gráfica 10). Esta última originada por una fuerte disminución anual de la producción petrolera. En contraste, el sector de electricidad mostró un crecimiento importante, derivado principalmente del dinamismo del segmento de generación por permisionarios de energía eléctrica.<sup>8</sup>

**Gráfica 10**  
**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.

Durante el segundo trimestre, la evolución de la producción manufacturera siguió estando influida de manera importante por el comportamiento de las exportaciones de dicho sector, pero hubo diferencias

<sup>7</sup> El Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) registró en el bimestre abril-mayo un incremento anual de 3.6 por ciento (1.9 por ciento con datos desestacionalizados), influido al alza por el referido efecto de Semana Santa. Dicha tasa se derivó de alzas en sus tres sectores: el sector industrial o de actividades secundarias aumentó 2.1 por ciento, los servicios o actividades terciarias en 4.5 por ciento y el agropecuario o primario en 6.4 por ciento.

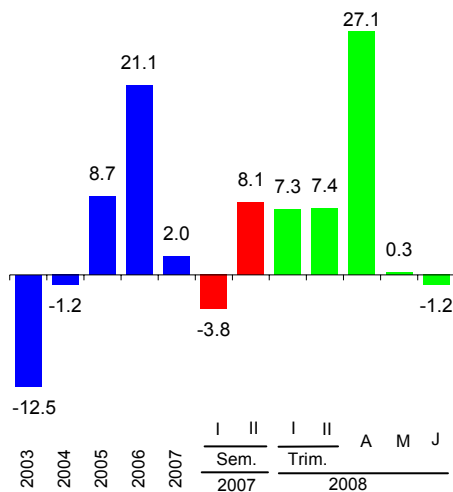
<sup>8</sup> En los últimos meses el valor agregado del sector de Electricidad, Agua y Suministro de Gas por Ductos al Consumidor Final ha crecido más rápidamente que su producción bruta. Esto se debe a que, en el margen, los segmentos de permisionarios de energía eléctrica y de generación hidroeléctrica han mostrado un mayor dinamismo. Tales segmentos tienen menores coeficientes de consumo intermedio a producción (por ende, mayores coeficientes de valor agregado a producción) que la generación de electricidad mediante plantas termoeléctricas.

significativas con relación a lo observado en el primer trimestre del año. Así, las exportaciones manufactureras al mercado no estadounidense continuaron presentando un dinamismo importante, tanto las de productos de la industria automotriz, como del resto de los bienes. En contraste, las exportaciones no petroleras dirigidas a Estados Unidos mantuvieron la tendencia de desaceleración que fue notoria en el primer trimestre del año. En estas últimas destaca que disminuyeron las efectuadas por la industria automotriz, a diferencia de lo observado en el primer trimestre, en que habían aumentado.

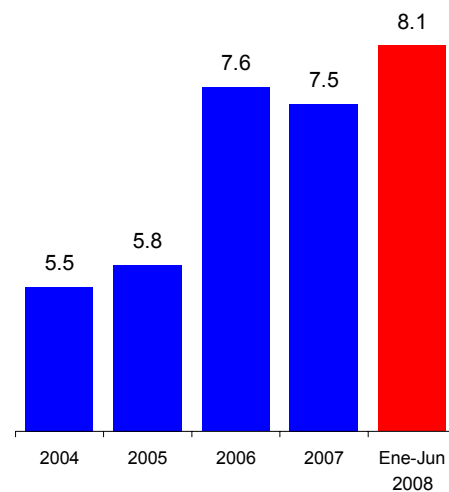
La evolución de la industria automotriz es un factor de importancia en el comportamiento de la producción manufacturera (Gráfica 11). La producción de dicha industria efectuada para la exportación estuvo sujeta en el segundo trimestre a efectos en dirección opuesta en el mercado de Estados Unidos y en el del conjunto de los otros países. Esto considerando que en ese periodo se debilitaron las exportaciones de esos productos canalizadas a Estados Unidos, mientras que mantuvieron un dinamismo significativo en los otros mercados en su conjunto. En este contexto, cabe comentar que en el bimestre abril-mayo el crecimiento anual de la producción manufacturera de 4.9 por ciento (3.6 por ciento en los primeros cinco meses del presente año) se derivó de un incremento de 21.9 por ciento de la producción del subsector de fabricación de equipo de transporte (22 por ciento en el periodo enero-mayo), que incluye principalmente a las industrias automotriz terminal y de autopartes, y de un aumento de 1.2 por ciento del resto de la producción manufacturera (-0.3 por ciento en los primeros cinco meses del año).

**Gráfica 11**
**Indicadores de la Industria Automotriz**

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



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



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

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

### 3.2.2. Demanda Agregada

En los indicadores disponibles sobre la evolución de la demanda agregada en el segundo trimestre de 2008, destaca que la demanda interna, medida con datos desestacionalizados, siguió moderando su ritmo de expansión,



lo que fue notorio tanto en el comportamiento del consumo privado como del gasto de inversión. Por su parte, las exportaciones de bienes y servicios, medidas en pesos constantes, continuaron presentando signos de desaceleración.

La evolución de los indicadores de consumo privado sugiere que en el segundo trimestre dicho rubro del gasto podría haber atenuado su crecimiento anual. Tal es el caso de los indicadores de ventas de la ANTAD y de importaciones de bienes de consumo (deducidas de las importaciones de productos petroleros). Así, en el segundo trimestre las ventas de la ANTAD presentaron un incremento anual, medido en términos reales y con datos desestacionalizados, de 7.9 por ciento, tasa menor tanto que las observadas en el primer trimestre del año (de 8.2 por ciento), como en el cuarto trimestre de 2007 y en todo ese año (9.3 y 9.8 por ciento, respectivamente, Gráfica 12). En cuanto a las importaciones de bienes de consumo su crecimiento anual, medido en dólares y con datos desestacionalizados, resultó en el segundo trimestre de 8.4 por ciento, luego de que había sido de 27.2 por ciento en el primer trimestre del año. Al deducir las importaciones de productos petroleros de tales adquisiciones en el exterior, las tasas anuales correspondientes se sitúan en 1.6 y 12.2 por ciento, respectivamente. En la evaluación del comportamiento del gasto de consumo privado en el segundo trimestre, hay que considerar los siguientes aspectos:

- i) Diversos determinantes de ese rubro de gasto, tales como la masa salarial en términos reales, el ingreso por remesas del exterior y el crédito a dicho rubro de gasto, así como a vivienda, perdieron dinamismo en el trimestre de referencia. Adicionalmente, los indicadores de confianza del consumidor presentaron un debilitamiento significativo.
- ii) La desaceleración de la masa salarial ha reflejado tanto un ritmo más moderado de generación de empleo en la economía en su conjunto y en el sector formal, como menores incrementos de las remuneraciones reales (Gráfica 13).<sup>9</sup>
- iii) El gasto de consumo privado también ha sido impactado por los incrementos de los precios de los alimentos y por un menor crecimiento del empleo en el sector formal. Ésta última tendencia ha sido más acentuada en el sector industrial, particularmente, en el manufacturero, donde incluso la ocupación se ha contraído, mientras que en el sector terciario también se registra una tendencia de desaceleración.

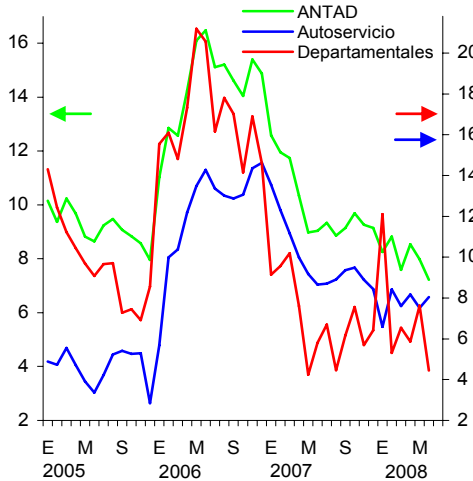
---

<sup>9</sup> Durante el segundo trimestre la masa salarial en términos reales mostró un crecimiento anual en el sector formal de la economía de 3.1 por ciento, luego de aumentos respectivos de 5.9, 5.2 y 5.2 por ciento en el segundo, tercero y cuarto trimestres de 2007 y de 4.3 por ciento en el primer trimestre de 2008. En el caso del salario medio de cotización en el IMSS, su incremento anual en términos reales en el segundo trimestre de 2008 se situó en 0.3 por ciento, mientras que en el primer trimestre del año había resultado de 0.9 por ciento.

**Gráfica 12**
**Indicadores de Demanda Interna: Consumo**

a) ANTAD y Ventas de las Tiendas de Autoservicio y Departamentales en Términos Reales

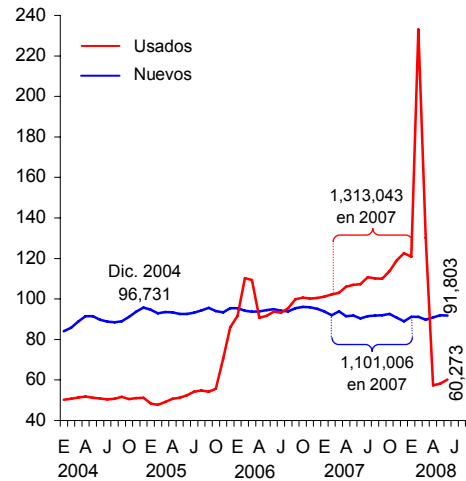
Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados<sup>1/</sup>



Fuente: ANTAD.

1/ La desestacionalización fue efectuada por el Banco de México y es promedio móvil de dos meses, excepto en 2008.

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

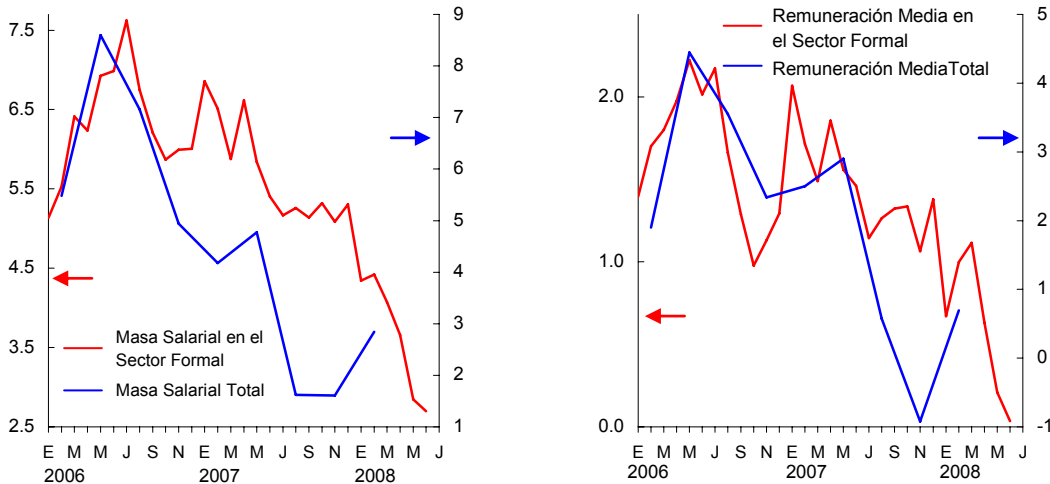


Fuente: AMIA y ANPACT.

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

**Gráfica 13**
**Indicadores de Masa Salarial y Remuneraciones Medias en Términos Reales**

Variaciones anuales en por ciento



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 gasto de inversión es un renglón de la demanda interna que mantuvo un reducido crecimiento en la primera mitad de 2008, luego de que a lo largo de 2007 fue perdiendo dinamismo. Tal comportamiento ha comprendido a sus dos componentes, la construcción y el gasto en maquinaria y equipo. Así, se estima que en el bimestre abril-mayo del presente año la formación bruta de capital haya

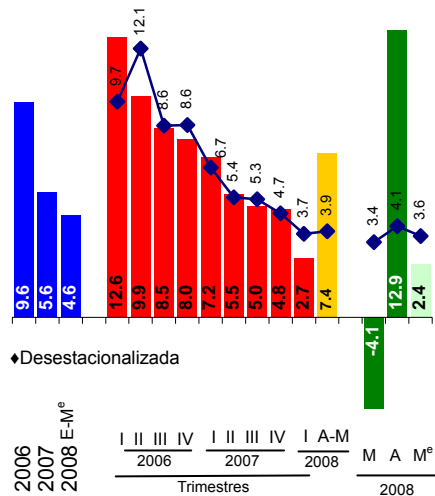
registrado un incremento anual, medido con datos desestacionalizados, de 3.9 por ciento, mientras que en el primer trimestre la tasa correspondiente resultó de 3.7 por ciento (Gráfica 14). Estas tasas se comparan con 9.7 y 5.5 por ciento en 2006 y 2007. Con relación a tal evolución, cabe comentar lo siguiente:

- i) La reducida expansión del gasto de inversión ha respondido en parte al debilitamiento que registraron desde mediados de 2007 los indicadores de clima de negocios y de confianza de las empresas, tendencia que se acentuó en el primer semestre del presente año.
- ii) Hay indicadores que sugieren que en el primer semestre de 2008, se redujeron las tasas de ganancias de las empresas, de manera que esos recursos contribuyeron en menor medida al financiamiento del gasto de inversión. Dicha evolución de las utilidades de las empresas se ha derivado de un crecimiento más moderado de sus ventas y otro más elevado del conjunto de costos de ventas más gastos de operación. Esto último, en parte, como reflejo de alzas de los precios de los insumos y materias primas.
- iii) En contraste con lo anterior, un factor que pudo haber favorecido al gasto de inversión y a la producción es que durante el segundo trimestre el financiamiento a las empresas mantuvo una tasa de crecimiento anual elevada.

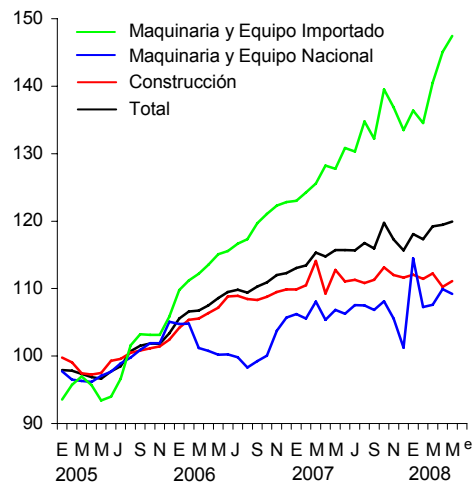
**Gráfica 14**

**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  
Formación 2005=100, series  
desestacionalizadas y promedio móvil de tres  
meses, excepto a partir de 2007



e/ Estimado.  
Fuente: INEGI.

1/ Los datos de mayo de 2008 y las series desestacionalizadas son estimaciones de Banco de México.

La información disponible sugiere que en el segundo trimestre, al igual que ocurrió en el primero, el gasto público efectuó una contribución significativa al crecimiento del producto. En efecto, durante el bimestre abril-mayo el gasto público presentó un incremento anual de 20.9 por ciento en términos reales. Este impulso se originó principalmente en los gastos de inversión física (alza anual de

23.9 por ciento en términos reales). El financiamiento de dicho gasto continuó siendo favorecido por los ingresos derivados de los elevados precios del petróleo en los mercados internacionales.

En lo referente al comportamiento de la demanda externa en el segundo trimestre, como ya se mencionó, sobresalió el dinamismo de las exportaciones no petroleras al mercado no estadounidense, que abarcó tanto a las efectuadas por el sector automotriz como al resto de los bienes manufacturados. Tal dinamismo contribuyó a que la actividad económica interna no se viera afectada en una magnitud mayor por la disminución del ritmo de expansión de la economía de Estados Unidos. En contraste, las exportaciones dirigidas a este último mercado mantuvieron una desaceleración que comprendió incluso a las del sector automotriz. Estas últimas habían registrado una expansión significativa en el primer trimestre del año.

Durante el segundo trimestre de 2008, en concordancia con la fase del ciclo que atraviesa la economía mexicana, el ritmo de la demanda agregada no implicó presiones sobre la capacidad de producción de la economía, que pudieran haberse constituido en una fuente de presiones sobre los precios:

- i) En dicho trimestre, 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, distintos indicadores sobre utilización de la capacidad instalada de planta sugieren que ésta se debilitó en los meses recientes. Asimismo, diversos indicadores que se elaboran en el Banco de México muestran que, durante el primer semestre del presente año, tal actividad no enfrentó problemas de escasez de mano de obra calificada que implicaran presiones salariales (Gráfica 15). De hecho, los indicadores de demanda de trabajo perdieron fuerza en dicho sector y en algunos otros.
- iii) Asimismo, el saldo deficitario moderado que se estima haya registrado la cuenta corriente de la balanza de pagos en la primera mitad de este 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.

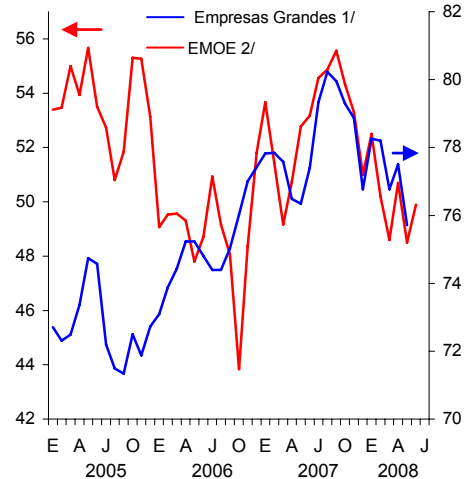
**Gráfica 15**

**Indicadores del Sector Manufacturero:**

a) Indicador de Escasez de Mano de Obra  
Promedio móvil de dos meses  
de los balances de respuestas



b) Capacidad de Planta Utilizada  
en las Manufacturas  
Porcentajes, series desestacionalizadas



Fuente: Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero que elabora el Banco de México y Encuesta Mensual de Opinión Empresarial (EMOE) que levantan de manera conjunta el Banco de México e INEGI. Los balances de respuesta se refieren al porcentaje (ponderado) de empresas que señalaron haber enfrentado mayor dificultad para contratar mano de obra, menos el de aquellas que expresó menor dificultad.

1/ Las empresas grandes son aquellas con más de 500 trabajadores. Promedio móvil de tres meses, excepto a partir de diciembre de 2007.

2/ Indicador con referencia a 50 puntos.

La evolución que mostró la actividad económica en la primera mitad del presente año, sugiere que el efecto del menor dinamismo de la economía de Estados Unidos ha sido relativamente acotado. No obstante, los riesgos de una mayor desaceleración de la economía nacional siguen siendo considerables y, en particular, es de esperarse que el producto registre tasas de crecimiento anual relativamente moderadas en los próximos meses. Con relación al riesgo de una mayor desaceleración de la demanda agregada en México, cabe reconocer lo siguiente:

- i) Una mayor desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos, o incluso un debilitamiento prolongado, podría conducir a un menor crecimiento de las exportaciones no petroleras mexicanas, así como a una caída significativa del ingreso por remesas familiares, al deteriorarse las condiciones de empleo en ese país. Tal situación también podría afectar adversamente las exportaciones del sector automotriz mexicano, al acentuarse la debilidad de la demanda por vehículos en Estados Unidos.
- ii) Un escenario de mayor deterioro de las condiciones financieras en los mercados internacionales y/o de un efecto adverso importante de los elevados precios internacionales del petróleo y de otras materias primas, conduciría a un menor crecimiento global que lo actualmente previsto. En ese caso, también la demanda externa proveniente del mercado no estadounidense se vería afectada negativamente, intensificándose el impacto adverso del ambiente mundial sobre las exportaciones mexicanas.

- iii) También persiste el riesgo de que el deterioro del escenario externo impacte directamente de manera negativa a la demanda interna. El debilitamiento de los indicadores de confianza en Estados Unidos ha sido acentuado y también ha ocurrido en algunos otros países industriales. Tal deterioro, aunado a posibles revisiones a la baja de los pronósticos de la actividad económica en esos países, afectarían adversamente las expectativas relativas a la economía mexicana y a los indicadores de confianza y clima de negocios, con un impacto negativo en el gasto del sector privado en México, especialmente, en su gasto de inversión.
- iv) Cabe comentar que el modesto crecimiento que registra la economía mexicana en el presente año no solo responde a la fase cíclica que atraviesa la economía global y la nacional, sino también refleja una situación más profunda. En este contexto, el Banco de México ha reiterado repetidamente que el logro de un crecimiento económico más elevado y sostenido y una recuperación robusta de la inversión, han sido desalentadas por la falta de avances en materia de cambio estructural. Este factor ha sido señalado de manera reiterada en las encuestas que recaba periódicamente el Instituto Central en el sector manufacturero, las empresas con inversión extranjera y los analistas económicos, como el principal obstáculo para lograr mayores niveles de inversión que permitan fortalecer la productividad, la competitividad de los distintos sectores y, consecuentemente, el crecimiento económico.<sup>10</sup> En los resultados de las encuestas referidas también destaca que una mejoría de la seguridad pública en el país sería un factor que alentaría al gasto de inversión. En este contexto, cabe mencionar que en el último reporte de competitividad global (2007-2008) del Foro Económico Mundial que consideró a un total de 131 países, México aparece en el grupo de países con indicadores más desfavorables en seguridad pública.<sup>11</sup>

### 3.2.3. Empleo

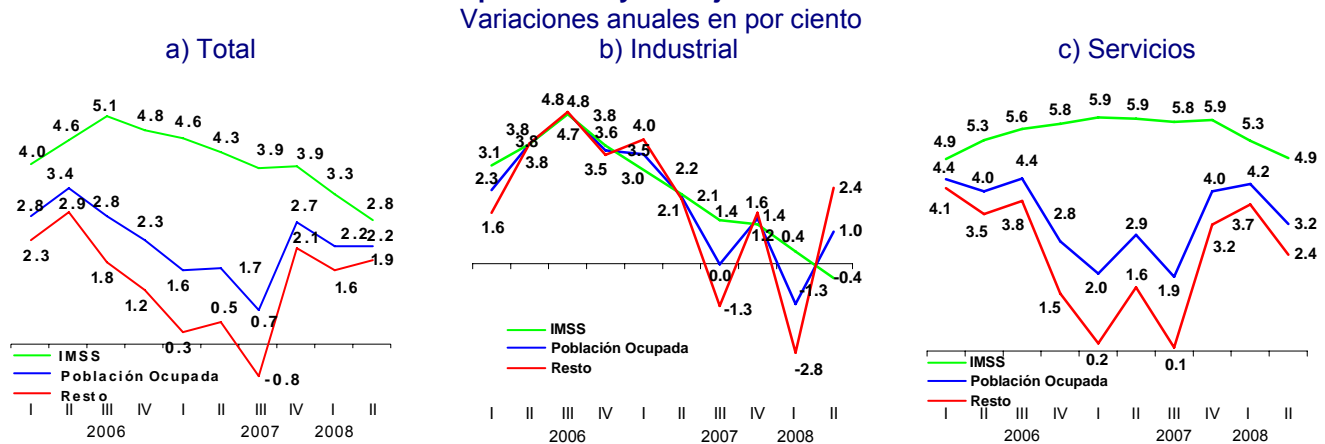
La desaceleración que registró la actividad económica en la primera mitad del presente año, implicó que perdiera fuerza la generación de empleo en la economía en su conjunto, pero especialmente en el sector formal. Dicha

<sup>10</sup> De acuerdo con los resultados correspondientes al primer semestre de 2008, de la encuesta mensual que recaba el Banco de México en más de treinta grupos de análisis económico del sector privado nacional y extranjero, las principales políticas que se requiere instrumentar en el país para alcanzar mayores niveles de inversión privada, son fundamentalmente de tipo estructural. En tales políticas o medidas sobresalen: la reforma del sector energético; una reforma laboral; una mayor desregulación que facilite la competencia interna; mantener la estabilidad macroeconómica; fortalecer el estado de derecho; y mejorar la seguridad pública en el país.

<sup>11</sup> La seguridad pública es un componente importante del clima de negocios y un factor que influye a nivel internacional en determinar el destino de la inversión, así como afecta al turismo internacional. En este contexto, cabe señalar dos aspectos: primero, la caída que ha registrado en 2007-2008 el número de viajeros fronterizos que visitan el país ha respondido en parte a la percepción de problemas de inseguridad en ciertas ciudades fronterizas del país. Segundo, en los resultados de la encuesta que recabó el Banco de México y la Secretaría de Economía en mayo y junio de 2007, en las principales empresas en el país con inversión extranjera directa, éstas señalaron que la seguridad para sus instalaciones, para el personal y el transporte de mercancías, eran factores que afectan la competitividad de la empresa en México en comparación con otros países. De hecho, las empresas indicaron que las erogaciones que requieren efectuar en medidas de seguridad impactan a sus costos, ya que en promedio resultaron equivalentes a aproximadamente 1.5% del valor de sus ventas. Véase el Recuadro 3: Encuesta sobre la Inversión Extranjera Directa y Competitividad de la Economía Mexicana; Informe sobre la Inflación, abril-junio 2007.

tendencia es notoria en los datos de trabajadores asegurados en el IMSS, así como al considerar estimaciones del Banco de México acerca de los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo que recaba el INEGI, misma que comprende a la totalidad del mercado de trabajo en el país. Tales estimaciones sugieren que la tasa de crecimiento de la población ocupada continuó siendo reducida en el segundo trimestre del año (Gráfica 16), particularmente, en diversas actividades del sector industrial y en el comercio. Por su parte, el crecimiento anual del número de trabajadores afiliados al IMSS mantuvo la tendencia descendente que se inició desde finales de 2006.

**Gráfica 16**  
**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 segundo 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.

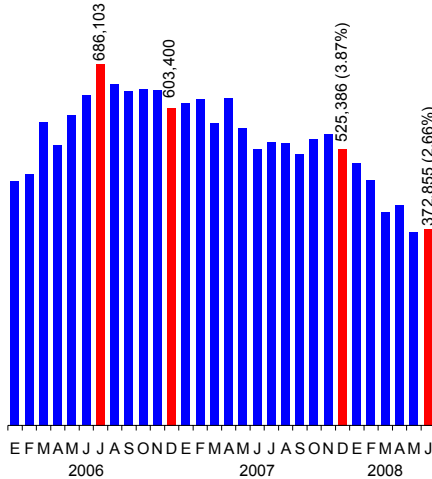
Al cierre de junio de 2008 el número de trabajadores afiliados al IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se situó en 14,389,961 personas, lo que implicó un incremento anual de 372,855 personas y de 2.66 por ciento (Gráfica 17a).<sup>12</sup> Así, dicho indicador continuó moderando su ritmo de crecimiento, considerando que al cierre de 2007 y del primer trimestre de 2008 las cifras correspondientes habían sido respectivamente de 525,386 y 405,082 trabajadores (3.87 y 2.93 por ciento). Cabe señalar que la referida variación anual al cierre de junio se integró por 342,045 trabajadores permanentes (2.74 por ciento) y 30,810 eventuales urbanos (2 por ciento).<sup>13</sup>

<sup>12</sup> El IMSS efectuó correcciones a la baja del número de trabajadores afiliados, ya que las series previas incluían errores significativos. Tal ajuste implicó descensos de las variaciones anuales absolutas y porcentuales de este indicador de empleo formal, como resultado neto de una fuerte caída de los trabajadores eventuales urbanos y un aumento de los permanentes.

<sup>13</sup> Las cifras del IMSS de trabajadores asegurados correspondientes a 2008 incluyen correcciones por "movimientos extemporáneos". Tales movimientos retroactivos son registros tardíos que efectúan los patrones de sus trabajadores y una parte de éstos pueden originarse por esfuerzos de fiscalización o de auditoría que efectúa el IMSS. De enero a junio de 2008 los "movimientos extemporáneos" significaron un incremento acumulado de 110,376 trabajadores, mismo que ya está incorporado en la cifra de cierre de junio.

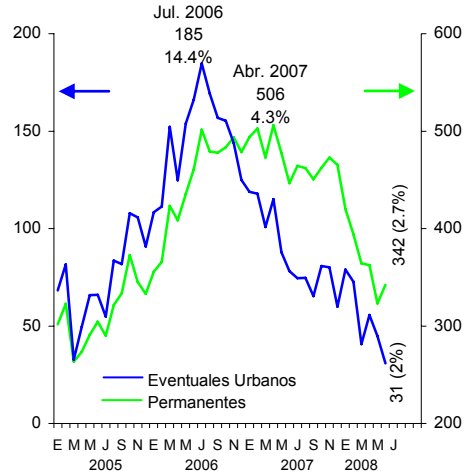
**Gráfica 17**  
**Trabajadores Afiliados al IMSS**

a) Número de Trabajadores Afiliados  
Variación anual de datos originales



Fuente: IMSS.

b) Trabajadores Afiliados: Permanentes  
y Eventuales Urbanos  
Variación anual absoluta en miles



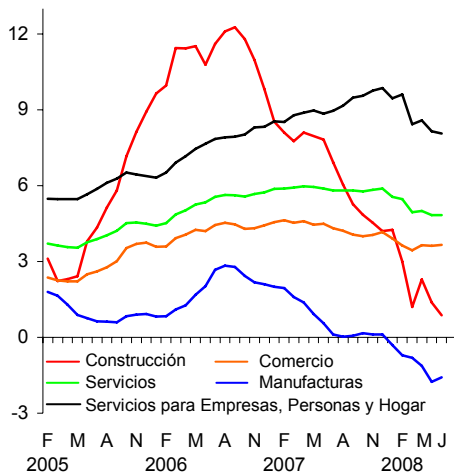
Fuente: IMSS y cálculos elaborados por el Banco de México.

La pérdida de dinamismo del empleo en el sector formal de la economía ha sido más acentuada en el sector industrial, particularmente en las manufacturas y en la construcción (Gráfica 18a). Así, al cierre de junio dicho indicador mostró en la industria de la construcción un ligero incremento anual de 10.6 miles de trabajadores (0.9 por ciento) y una caída en el sector manufacturero de 62.5 miles de personas (-1.6 por ciento). Cabe mencionar que la desaceleración del empleo en el sector terciario es más reciente y todavía al cierre de junio los “servicios a empresas, personas y hogares” registraron un incremento anual significativo de 252.4 miles de personas (8.1 por ciento), en tanto que en el comercio su avance se atenuó a 100.5 miles de trabajadores (3.7 por ciento). Por otra parte, el menor dinamismo de los trabajadores asegurados ha abarcado a las diversas regiones del país, pero ha sido más acentuado en la zona norte, donde el sector industrial tiene una mayor participación relativa en la ocupación (Gráfica 18b).

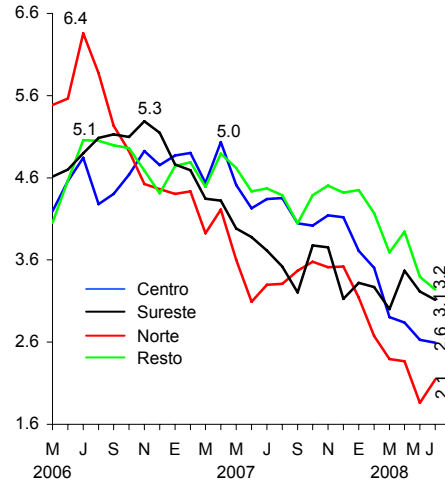


**Gráfica 18**
**Indicadores de Empleo en el Sector Formal**

a) Trabajadores Afiliados al IMSS  
Variaciones anuales en por ciento de promedios móviles de tres meses, excepto en 2008



b) Trabajadores Asegurados por Regiones  
Variaciones anuales en por ciento



Fuente: IMSS y cálculos efectuados por el Banco de México.

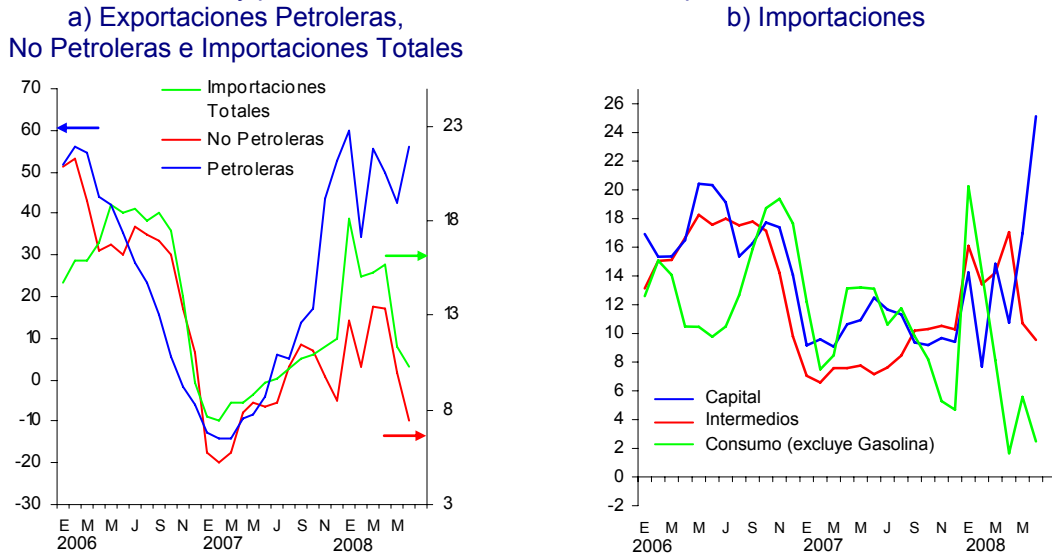
### 3.2.4. Sector Externo

Los aspectos sobresalientes de la evolución del sector externo de la economía mexicana en el segundo trimestre de 2008, son los siguientes:

- i) Las exportaciones totales mostraron un crecimiento anual de 17.3 por ciento que superó a los registrados en el trimestre previo y en todo 2007 (16.4 y 8.8 por ciento, respectivamente). Lo anterior respondió principalmente al incremento de las exportaciones petroleras de 49.7 por ciento, en tanto que las no petroleras aumentaron 11.6 por ciento (Gráfica 19).
- ii) El elevado crecimiento de las exportaciones petroleras reflejó un repunte del precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación (103.37 dólares en el segundo trimestre), toda vez que el volumen exportado mostró una disminución anual importante (18.3 por ciento), tendencia que se prevé persista en la segunda mitad del año. El alza del valor de las exportaciones petroleras superó al que presentaron las importaciones de esos productos, de manera que el saldo superavitario de la balanza comercial de productos petroleros (6,061 millones de dólares en el segundo trimestre) fue mayor que el observado en el primer trimestre del año (5,202 millones). Cabe mencionar que en el comercio exterior de productos petroleros, siguió sobresaliendo el valor de las importaciones de gasolina, cuyo monto en el primer semestre de 2008 fue equivalente a 28 por ciento del valor de las exportaciones de crudo (Gráfica 20a, b y c) y representó 42 por ciento del consumo interno de gasolina.

**Gráfica 19**
**Exportaciones e Importaciones de Mercancías**

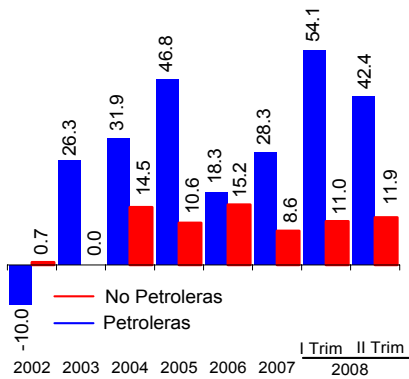
Variaciones porcentuales anuales de datos desestacionalizados y promedio móvil de tres meses, excepto en 2008



Fuente: Banco de México.

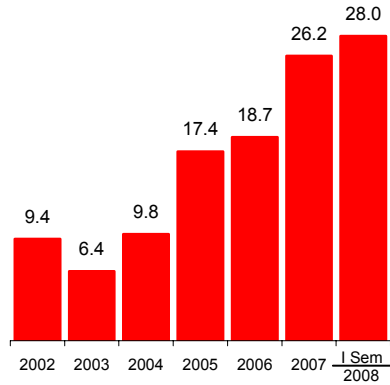
**Gráfica 20**
**Indicadores de Importación de Productos Petroleros**

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

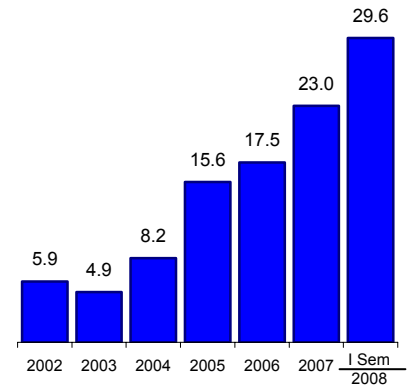


Importaciones de Gasolina:

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



c) Participación en las Importaciones de Bienes de Consumo



Fuente: Banco de México.

- iii) Las exportaciones no petroleras mostraron un crecimiento anual de 11.6 por ciento en el segundo trimestre de 2008, que superó ligeramente al registrado en el trimestre previo (10.7 por ciento). No obstante, ambas tasas se vieron afectadas por el efecto de Semana Santa, de manera que con cifras ajustadas por estacionalidad la variación anual de ese rubro en el segundo trimestre resultó menor (10.2 por ciento) que el observado en el primero (12.2 por ciento).

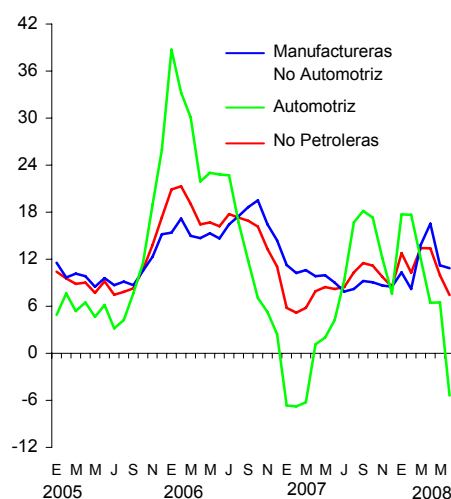
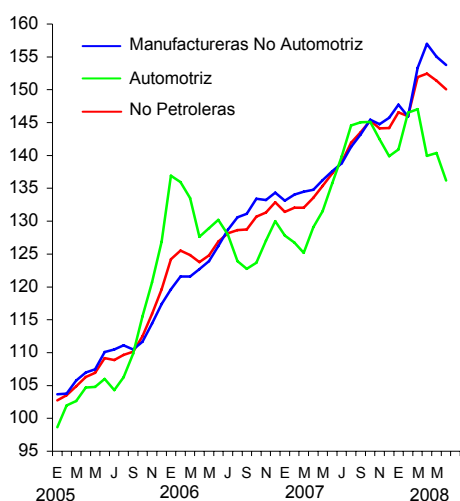
- iv) Dos factores influyeron en el segundo trimestre en el comportamiento de las exportaciones no petroleras: una fuerte desaceleración de las efectuadas por la industria automotriz y un mayor incremento del resto de las no petroleras (Gráfica 21 y Cuadro 3). Así, el crecimiento de las primeras pasó de 12.8 por ciento en el primer trimestre del año a solo 3.9 por ciento en el segundo (de 15.7 a 2.3 por ciento con datos desestacionalizados), mientras que la variación anual del resto de las exportaciones no petroleras se elevó de 10.1 a 14.2 por ciento en la misma comparación (de 11.1 a 12.8 por ciento con datos desestacionalizados).

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

Promedio móvil de tres meses, excepto en 2008

a) 2004=100 y datos desestacionalizados

b) Variaciones anuales en por ciento



Fuente: Banco de México.

**Cuadro 3**  
**Crecimiento de las Exportaciones No Petroleras a Distintos Mercados**  
Por ciento

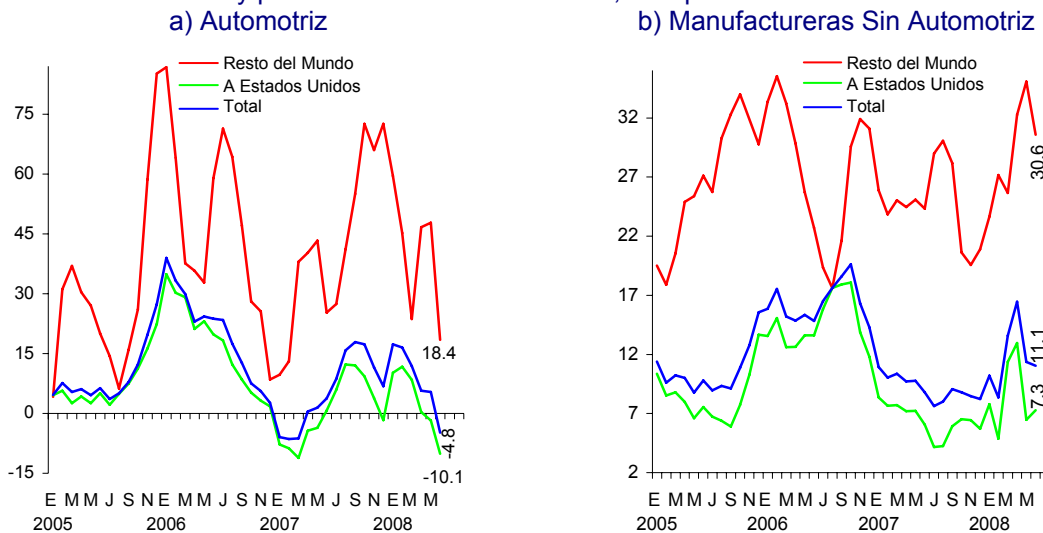
	Participación			Crecimiento Anual			
	2004	2007	2008 II Trim	2007	2008		
					I Trim	II Trim	Ene-Jun
<b>Total</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>8.51</b>	<b>10.73</b>	<b>11.61</b>	<b>11.19</b>
<b>Estados Unidos</b>	<b>88.65</b>	<b>82.54</b>	<b>79.63</b>	<b>4.83</b>	<b>7.69</b>	<b>6.57</b>	<b>7.10</b>
Automotriz	22.95	20.40	18.65	-0.15	8.11	-2.08	2.61
Otras	65.70	62.14	60.98	6.57	7.55	9.53	8.59
<b>Resto del Mundo</b>	<b>11.35</b>	<b>17.46</b>	<b>20.37</b>	<b>30.16</b>	<b>25.88</b>	<b>36.88</b>	<b>31.66</b>
Automotriz	2.08	4.12	4.54	48.89	38.25	38.22	38.24
Otras	9.27	13.34	15.83	25.30	22.39	36.50	29.80
<b>Memo:</b>							
<b>Automotriz Total</b>	<b>25.02</b>	<b>24.52</b>	<b>23.19</b>	<b>5.70</b>	<b>12.75</b>	<b>3.85</b>	<b>7.97</b>
<b>Otras Total</b>	<b>74.98</b>	<b>75.48</b>	<b>76.81</b>	<b>9.46</b>	<b>10.09</b>	<b>14.18</b>	<b>12.23</b>

Fuente: Banco de México.

Desde una perspectiva regional destaca que las exportaciones no petroleras dirigidas a los Estados Unidos mostraron un menor crecimiento en el segundo trimestre del año que en el primero, al

disminuir a tasa anual las del sector automotriz (Cuadro 3 y Gráfica 22). Dichas exportaciones han estado sujetas a dos fuerzas en dirección opuesta. Esto considerando que los vehículos fabricados en el país han tendido a registrar una cierta ganancia de participación en el mercado de Estados Unidos. No obstante, este efecto fue contrareestado en el segundo trimestre por el impacto que tuvo la mayor debilidad de las ventas de vehículos en ese país en las exportaciones mexicanas de esos productos.<sup>14</sup> En contraste con lo anterior, las exportaciones no petroleras al mercado no estadounidense registraron en el segundo trimestre una expansión anual significativa, que comprendió a las efectuadas por los sectores no automotriz y automotriz. No obstante, cabe reconocer que el crecimiento anual de éstas últimas ya presentó en junio signos de una clara desaceleración.

**Gráfica 22**  
**Exportaciones Manufactureras a Distintos Mercados**  
 Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados  
 y promedio móvil de tres meses, excepto en 2008



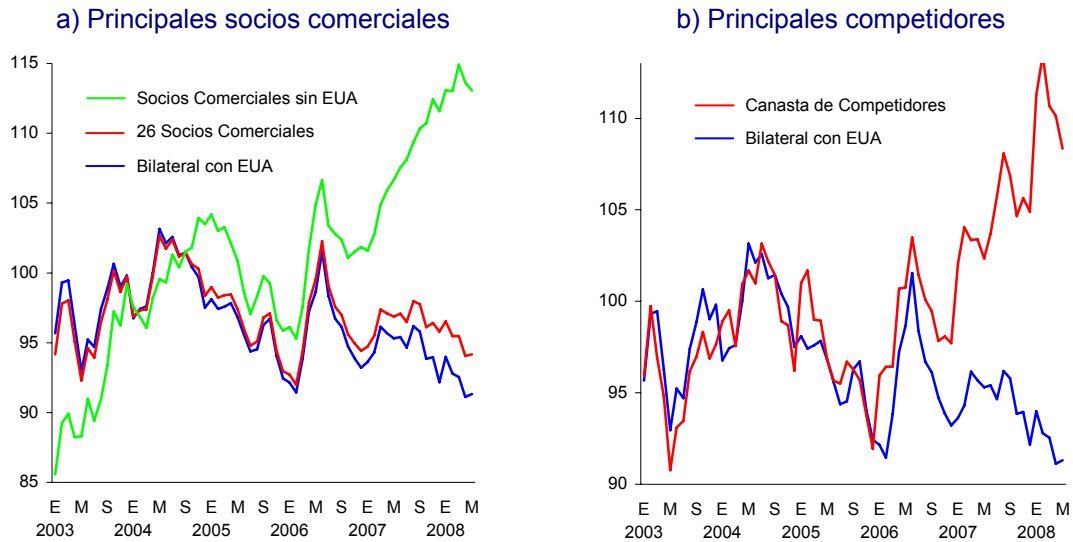
Fuente: Banco de México.

- v) A partir de 2004 la participación del mercado no estadounidense en las exportaciones no petroleras mexicanas se ha incrementado de manera significativa, al pasar ésta de 11.4 por ciento ese año a 20.4 por ciento en el segundo trimestre de 2008. Esa mayor diversificación regional ha respondido en parte a una combinación de factores: el tipo de cambio real del peso con relación al dólar de Estados Unidos ha presentado una apreciación moderada (Gráfica 23), lo que, combinado con la importante depreciación que ha experimentado dicha moneda con relación a las de otros países, ha implicado una depreciación del peso en términos reales frente a las monedas distintas al dólar (de 9.7 por ciento frente al grupo de los 25 principales socios comerciales del país

<sup>14</sup> Durante el primer semestre de 2008 las ventas internas de vehículos ligeros en Estados Unidos registraron una caída de 10.1 por ciento a tasa anual, que reflejó descensos de 16.9 por ciento de las correspondientes a las tres principales ensambladoras norteamericanas y de 3.2 por ciento del resto de las marcas. Al respecto, cabe comentar que en ese periodo las tres marcas estadounidenses referidas fabricaron el 52 por ciento de los vehículos producidos en México y efectuaron el 56 por ciento de las exportaciones de unidades.

distintos a Estados Unidos, durante el periodo que comprende 2007 y la primera mitad de 2008).<sup>15</sup>

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



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

- vi) Cabe destacar que en el periodo considerado el peso mexicano también se depreció en términos reales respecto de la canasta de los principales competidores que enfrenta México en el mercado estadounidense (Gráfica 23b).<sup>16</sup> Esto ha contribuido a mitigar el impacto del menor crecimiento económico de Estados Unidos sobre el volumen de exportaciones no petroleras que México dirige a ese mercado.
- vii) Durante el segundo trimestre las importaciones de mercancías registraron un incremento anual de 14.8 por ciento que superó ligeramente al observado en el primer trimestre (14.4 por ciento). Al respecto, cabe comentar dos aspectos: por un lado, tal resultado se originó de la combinación de tasas anuales más altas en las de bienes intermedios y de capital, toda vez que el valor de las de bienes de consumo redujo su crecimiento anual.<sup>17</sup> Por otra parte, la tasa

<sup>15</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 adiciona a Estados Unidos, reconociendo el peso específico de ese país en las exportaciones no petroleras de México.

<sup>16</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 Frago 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>17</sup> En el segundo trimestre de 2008 los aumentos de las importaciones totales, de bienes intermedios, consumo y capital fueron de 14.8, 14.1, 13.5 y 20.4 por ciento, respectivamente. Las tasas correspondientes de las importaciones totales, de bienes intermedios y de consumo resultan

ligeramente más elevada del segundo trimestre fue influida al alza por el efecto de Semana Santa. Así, las importaciones medidas con datos desestacionalizados presentaron una clara desaceleración, al pasar su crecimiento anual de 16.2 por ciento en el primer trimestre del año a 12.4 por ciento en el segundo. Este comportamiento es congruente con la evolución de los distintos componentes de la demanda agregada.

Cabe mencionar también que en el segundo trimestre el valor de las importaciones de mercancías continuó siendo influido al alza por las adquisiciones en el exterior de productos petroleros. Asimismo, por los aumentos que han seguido registrando los precios medios de importación de algunos productos primarios, particularmente, de origen agropecuario y de alimentos seleccionados.<sup>18</sup>

En el segundo trimestre de 2008 la entrada de recursos al país por remesas familiares sumó 6,281 millones de dólares, lo que significó una disminución anual de 1.1 por ciento. Con lo anterior, en la primera mitad del presente año el monto de remesas familiares resultó de 11,601 millones de dólares, monto que representó una caída anual de 2.2 por ciento. Los factores que explican la disminución de ese ingreso de recursos se comentaron con detalle en el Informe sobre la Inflación del primer trimestre de este año.<sup>19</sup>

Con base en la información descrita en los párrafos anteriores y en la disponible sobre otros renglones de las cuentas externas, se estima que en el segundo trimestre de 2008 el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos haya sido deficitario en aproximadamente 0.8 miles de millones de dólares (Cuadro 4). Con ello, en el primer semestre del año dicha cuenta corriente habría presentado un déficit acumulado de 2.3 miles de millones de dólares, monto equivalente a 0.4 puntos porcentuales del PIB. Por otra parte, se calcula que en el trimestre que se reporta la cuenta de capital haya arrojado un superávit de alrededor de 2.4 miles de millones de dólares (incluyendo errores y omisiones). Dicho saldo sería resultado neto de la evolución de los siguientes renglones: entrada de recursos por concepto de inversión extranjera, 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>20</sup> Por último, en el segundo trimestre de 2008 la reserva internacional neta del Banco de México aumentó en 1,629 millones de dólares. Con lo anterior el saldo de tales reservas al cierre de junio se situó en 85,671 millones de dólares.

---

significativamente menores al excluir a los productos petroleros, al situarse en 11.9, 11.7 y 3.8 por ciento, respectivamente.

<sup>18</sup> En el periodo de doce meses comprendido de julio de 2007 a junio de 2008 el valor de las importaciones de México de 127 productos que son insumos de origen agropecuario o alimentos seleccionados fue de 13,755 millones de dólares. En ese lapso el valor unitario de tales adquisiciones superó en 48.8 por ciento al registrado en 2005, periodo en que dichos valores en promedio mostraron estabilidad. Ello implicó un encarecimiento de tales importaciones de 4,350 millones de dólares con relación al monto resultante de mantener sin cambio los precios unitarios observados en 2005.

<sup>19</sup> Véase el Recuadro 3, Evolución Reciente del Ingreso por Remesas Familiares, en el Informe sobre la Inflación, Enero-Marzo 2008, página 32.

<sup>20</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.

**Cuadro 4**  
**Balanza de Pagos**  
Millones de dólares

	2 0 0 7				2 0 0 8		
	Anual	I Trim	II Trim	I Sem	I Trim	II Trim	I Sem
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>-5,525</b>	<b>-2,236</b>	<b>-1,511</b>	<b>-3,747</b>	<b>-1,516</b>	<b>-800<sup>e/</sup></b>	<b>-2,316</b>
Balanza Comercial	-10,074	-2,454	-2,308	-4,762	-1,630	-893	-2,523
Exportaciones	271,875	60,269	67,656	127,925	70,128	79,388	149,516
Importaciones	281,949	62,723	69,964	132,686	71,758	80,281	152,039
Servicios No Factoriales	-5,940	-525	-1,909	-2,434	-1,107	-2,138	-3,245
Servicios Factoriales	-13,834	-4,869	-3,744	-8,613	-4,196	-4,158	-8,354
Transferencias	24,323	5,611	6,451	12,062	5,417	6,389	11,806
Remesas Familiares	23,970	5,508	6,351	11,859	5,320	6,281	11,601
<b>Cuenta de Capital</b>	<b>18,307</b>	<b>4,794</b>	<b>2,355</b>	<b>7,149</b>	<b>8,911</b>	<b>2,429<sup>e/</sup></b>	<b>11,340</b>
<b>Errores y Omisiones</b>	<b>-2,496</b>	<b>-1,046</b>	<b>-99</b>	<b>-1,145</b>	<b>-1,355</b>	<b>0</b>	<b>-1,355</b>
<b>Variación de la Reserva</b>							
<b>Internacional Neta</b>	<b>10,311</b>	<b>1,516</b>	<b>744</b>	<b>2,260</b>	<b>6,051</b>	<b>1,629</b>	<b>7,680</b>
<b>Ajustes por Valoración</b>	<b>-25</b>	<b>-4</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>	<b>-11</b>

e/ Cifras estimadas.

Nota: En la cuenta de capital del segundo trimestre de 2008 se incluyó el renglón de errores y omisiones.

Fuente: Banco de México.

### 3.3. Costos y Precios

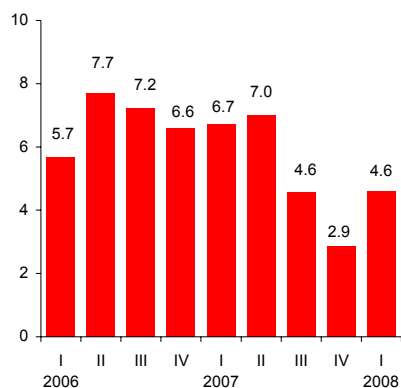
#### 3.3.1. Salarios

La información más reciente sobre costos salariales indica, en general, un comportamiento similar al observado el trimestre anterior. En el caso del ingreso nominal del personal ocupado remunerado, de acuerdo a la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), éste presentó durante el primer trimestre de 2008 una tasa de crecimiento anual menor al aumento promedio anual observado en 2007. Por otra parte, durante el segundo trimestre del año, el salario base de cotización al IMSS y los salarios contractuales mostraron una dinámica semejante respecto de la reportada durante el periodo previo y el segundo trimestre de 2007, respectivamente (Gráfica 24).<sup>21</sup>

<sup>21</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 (ENOE), e incluye la totalidad de las percepciones monetarias y en especie que recibió la población ocupada por el desempeño de su trabajo 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, mismos que estarán 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. Debido a ello, resulta conveniente realizar el análisis sobre la evolución de los salarios contractuales comparando anualmente los mismos periodos de tiempo.

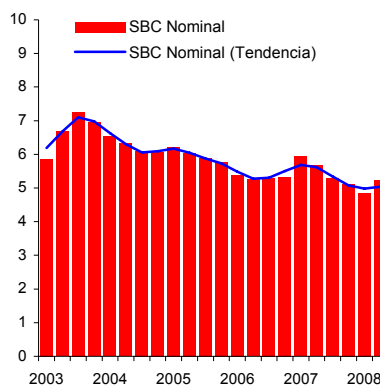
**Gráfica 24**  
**Tendencia de Indicadores Salariales**

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



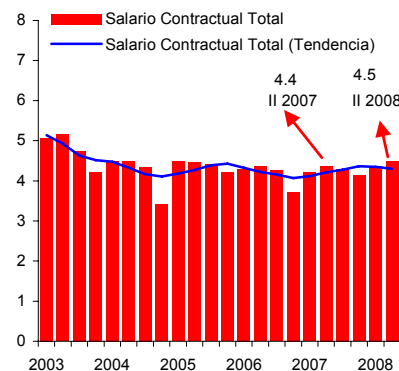
1/ Representativo del personal ocupado remunerado total, el cual promedió 40.4 millones de personas durante el primer trimestre de 2008.

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: 14.4 millones de trabajadores en promedio durante los primeros cinco meses de 2008, lo que corresponde a 35.6 por ciento del personal ocupado remunerado total.

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 de dicho año.

El incremento promedio del ingreso nominal del personal ocupado remunerado total del país, según datos de la ENOE, se ubicó en 4.6 por ciento durante el primer trimestre de 2008, cifra menor en 0.7 puntos porcentuales al aumento promedio observado en 2007 (Cuadro 5).

Asimismo, el salario base de cotización al IMSS correspondiente a los trabajadores afiliados a dicho instituto, registró una variación anual promedio de 5.2 por ciento durante el segundo trimestre de 2008. Ello implicó un incremento de 5.0 por ciento en el periodo enero-junio, cifra que se ubica por debajo del 5.5 por ciento observado en promedio durante 2007 (Cuadro 5).

**Cuadro 5**  
**Indicadores Salariales**  
Variación anual en por ciento

	2007					2008		
	I	II	III	IV	Ene-Dic	I	II	Ene-Jun
<b>Ingreso Nominal (ENOE)<sup>1/</sup></b>	6.7	7.0	4.6	2.9	5.3	4.6	n.d.	4.6
<b>Salario Base de Cotización (IMSS)</b>	5.9	5.7	5.3	5.1	5.5	4.9	5.2	5.0
<b>Salario Contractual Total<sup>2/</sup></b>	4.2	4.4	4.3	4.1	4.2	4.4	4.5	4.4
Empresas Públicas	3.9	4.2	4.3	4.0	4.1	4.1	4.2	4.2
Empresas Privadas	4.3	4.4	4.3	4.4	4.3	4.4	4.5	4.5

n.d. No disponible.

1/ El promedio del periodo enero-junio 2008, incluye información para los primeros tres meses del año.

2/ Los datos corresponden al promedio ponderado; éste se calcula con base al número de trabajadores beneficiados en cada revisión salarial. Para el segundo trimestre de 2008, incluye información preliminar.

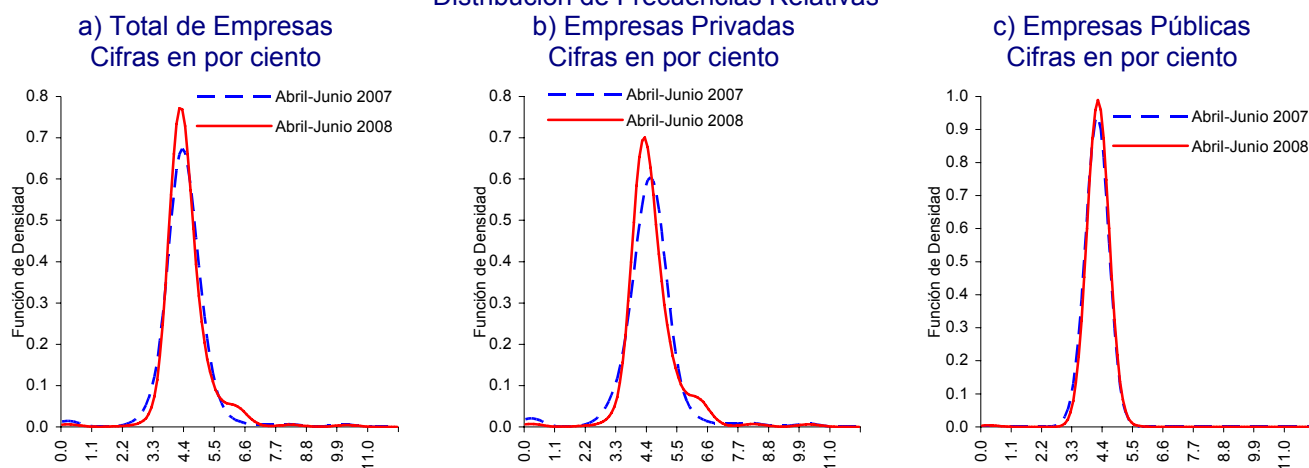
Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información del INEGI, IMSS y STPS.

Por su parte, el incremento promedio al salario nominal en las revisiones contractuales de las empresas de jurisdicción federal efectuado durante el lapso abril-junio de 2008 se ubicó en 4.5 por ciento, dato mayor en 0.1



puntos porcentuales al registrado durante el mismo trimestre del año previo. Por tipo de propiedad de las empresas se observó un aumento diferenciado; los trabajadores de empresas públicas negociaron un incremento de 4.2 por ciento; en contraste, los empleados de empresas privadas acordaron un alza de 4.5 por ciento. En el caso de las empresas privadas, la revisión contractual fue mayor en 0.1 puntos porcentuales respecto de la registrada durante el segundo trimestre de 2007. Asimismo, destaca que en el periodo de análisis las funciones de densidad de los aumentos al salario contractual no mostraron variaciones importantes respecto a las correspondientes al mismo trimestre del año anterior (Gráfica 25).

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

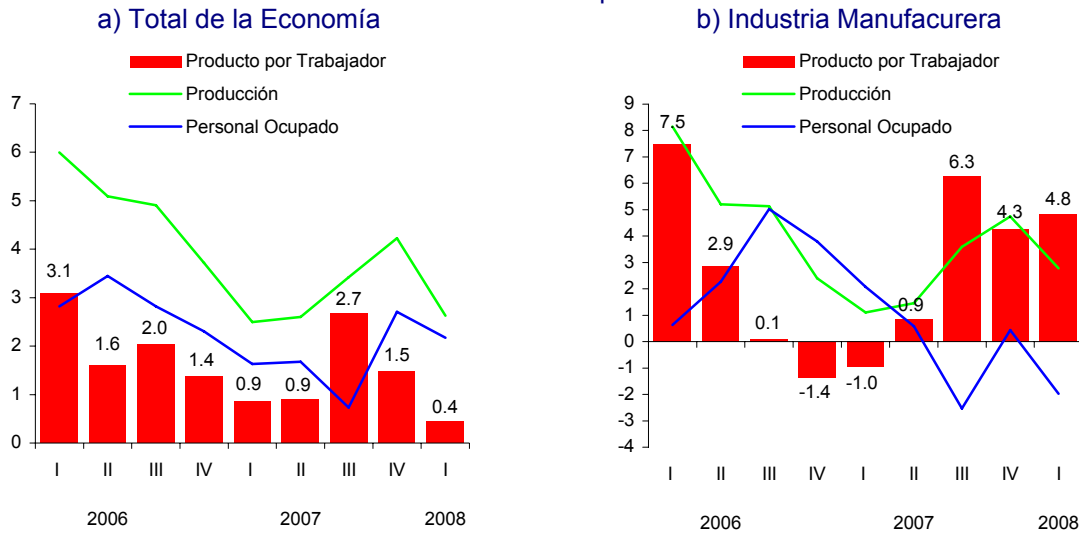


1/ Las gráficas representan distribuciones de probabilidad calculadas para ajustar los datos de los incrementos al salario contractual obtenidos por los trabajadores.

### 3.3.2. Producto por Trabajador

El producto por trabajador para el total de la economía, calculado a partir de la información de la ENOE y de Cuentas Nacionales, mostró un incremento de 0.4 por ciento durante el primer trimestre de 2008, cifra menor a la observada durante el último trimestre de 2007 (Gráfica 26). En contraste, en la industria manufacturera, el indicador correspondiente fue 4.8 por ciento. El mayor dinamismo que ha mostrado el producto por trabajador en el sector manufacturero obedece, principalmente, al menor número de trabajadores ocupados en esta actividad.

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



<sup>1/</sup>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.

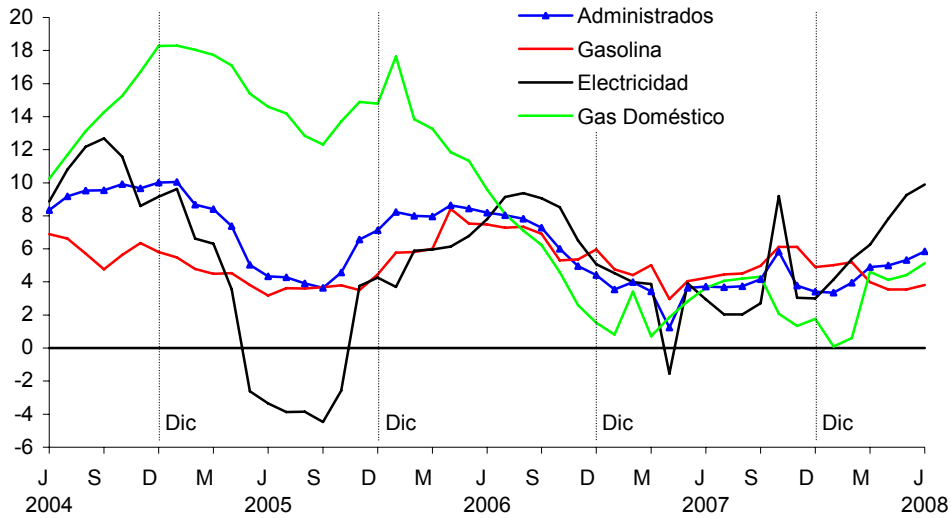
### 3.3.3. Bienes y Servicios Administrados y Concertados

La variación anual promedio del subíndice de precios de los bienes y servicios administrados fue 5.38 por ciento, mientras que la cifra comparable del trimestre previo se ubicó en 4.07 por ciento (Cuadro 1 y Gráfica 27). Ello se explica por la trayectoria alcista en las tasas de inflación de electricidad y gas para uso doméstico. Por lo que toca a las tasas de variación promedio anual de los energéticos que integran al subíndice de bienes y servicios administrados, se observó que los cargos por el consumo de energía eléctrica se incrementaron de 5.25 por ciento en el primer trimestre de 2008 a 8.92 por ciento en el segundo trimestre de ese mismo año; y, los correspondientes al gas para uso doméstico de 1.75 a 4.56 por ciento, en las mismas fechas. La mayor inflación en la electricidad obedeció a un ritmo de crecimiento más elevado de las tarifas eléctricas DAC, cuya actualización es función de las variaciones en los precios de diversos combustibles y algunos subíndices del INPP donde participan los productos metálicos.<sup>22</sup> El genérico gas para uso doméstico aumentó su inflación debido a la tendencia alcista de las cotizaciones del gas natural en los mercados internacionales y al ajuste del desliz programado en el precio del gas LP, de 3 centavos en mayo a 6 centavos en junio. Resulta oportuno señalar que en julio se mantuvo el desliz de 6 centavos al precio de dicho energético.

Cabe hacer notar que el desliz aplicable a las gasolinas Magna y Premium se incrementó en junio un centavo con relación al bimestre anterior, pasando de 3 a 4 centavos por litro en el primer caso y de 4 a 5 centavos en el segundo. En julio el precio de la gasolina Magna se elevó 7 centavos, mientras que el de la Premium lo hizo en 5 centavos.

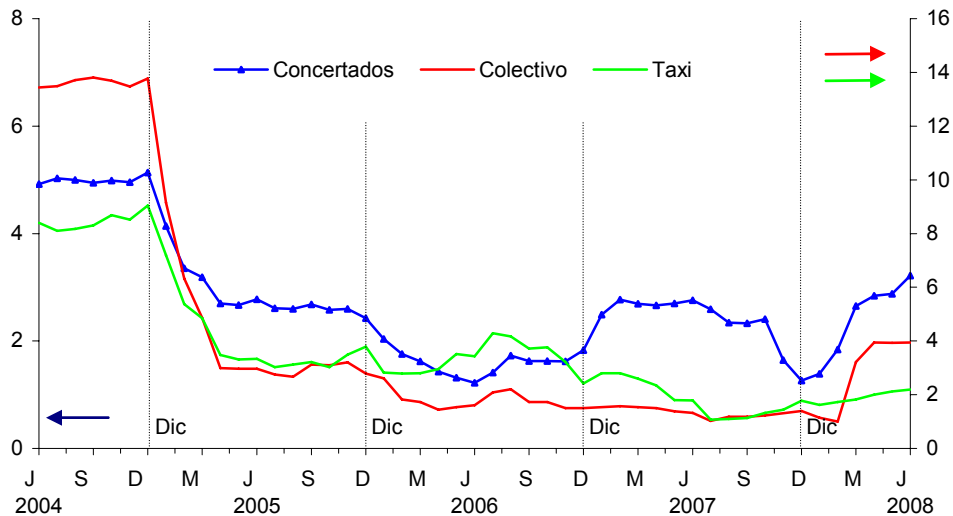
<sup>22</sup> La fórmula de cálculo de las tarifas eléctricas domésticas de alto consumo (DAC) se reportó en el Informe sobre la Inflación Enero – Marzo 2008, pág. 45.

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



Por lo que respecta al subíndice de bienes y servicios concertados, su variación promedio trimestral pasó de 1.96 a 2.98 por ciento del primer al segundo trimestre de 2008 (Cuadro 1). En este incremento incidieron los aumentos a los pasajes de colectivos y taxis en varias localidades del país (Gráfica 28).

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

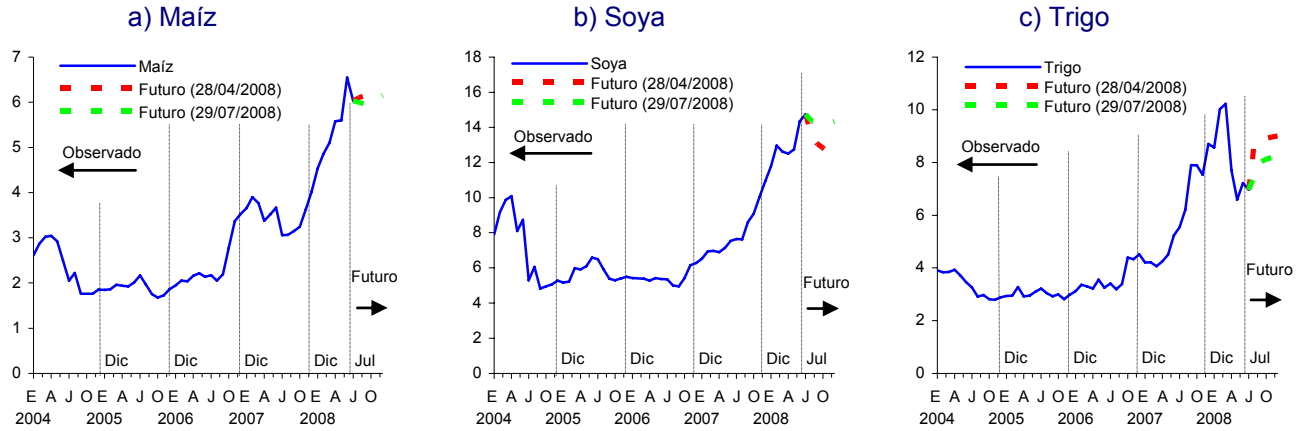


### 3.3.4. Materias Primas Alimenticias

La tendencia alcista de las cotizaciones de los granos en los mercados internacionales continuó durante el segundo trimestre de 2008 (con excepción de las correspondientes al trigo, Gráfica 29). Las referidas cotizaciones alcanzaron niveles considerablemente más elevados que los señalados en los mercados a futuro al cierre del primer trimestre del año. En particular, el maíz, la soya y el

arroz registraron diferencias entre las cotizaciones efectivamente realizadas y las negociadas en los mercados a futuro al 31 de marzo para junio de 2008 de 13.91, 18.91 y 46.98 por ciento, respectivamente (Gráfica 30).

**Gráfica 29**  
**Precios Internacionales de los Granos <sup>1/</sup>**



<sup>1/</sup> Dólares por bushel.

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

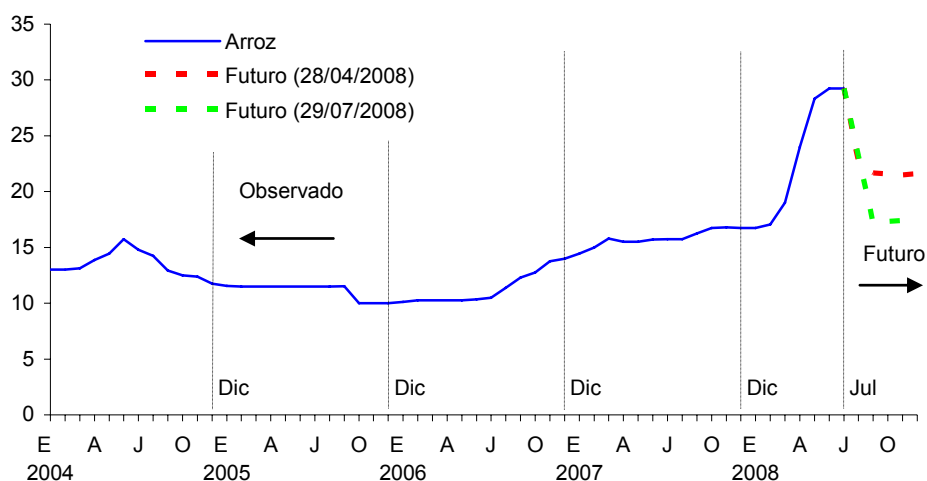




exportadores como Vietnam, Pakistán y la India.<sup>23</sup> No obstante, el USDA estima que la producción mundial de arroz aumente 1.9 por ciento en el ciclo 2007/2008, con lo que se esperaría una reducción en los precios, como se muestra en la curva de futuros (Gráfica 32).

En contraste, los precios del trigo se moderaron, después de haber alcanzado precios históricos récord en el primer trimestre del año (en marzo, un nivel de 10.23 dólares por bushel con relación a 8.57 dólares por bushel en enero); sin embargo, dichas cotizaciones se mantuvieron en niveles relativamente altos con relación a los observados en años anteriores. En julio se ha observado un descenso moderado en el precio spot de este grano, dado que el USDA anticipa un aumento de 2.4 por ciento en su producción (Gráfica 31).

**Gráfica 32**  
**Precio Internacional del Arroz<sup>1/</sup>**



1/ Dólares por CWT (USD/100Lb).  
Fuente: United States Department of Agriculture (USDA).  
Chicago Board of Trade (CBT).

**Cuadro 6**  
**Precios Internacionales Observados y a Futuro de Granos y Leche**

Precios						
Cifras al final del periodo						
Fecha	Dólares por bushel			Dólares por CWT (100 Lb)		
	Maíz	Trigo	Soya	Arroz	Leche líquida	Leche en polvo
2005	1.86	2.98	5.50	10.00	13.37	12.57
2006	3.53	4.51	6.29	14.00	12.55	12.30
2007	4.02	8.70	10.93	16.75	20.60	19.18
2008 <sup>1/</sup>	6.15	8.24	14.32	17.60	19.42	17.10
Variación entre años de referencia en por ciento						
2006 - 2005	89.78	51.34	14.36	40.00	-6.13	-2.15
2007 - 2006	13.88	92.90	73.77	19.64	64.14	55.93
2008 - 2007	52.99	-5.29	31.02	5.07	-5.73	-10.84
2008 - 2005	230.65	176.51	160.36	76.00	45.25	36.04

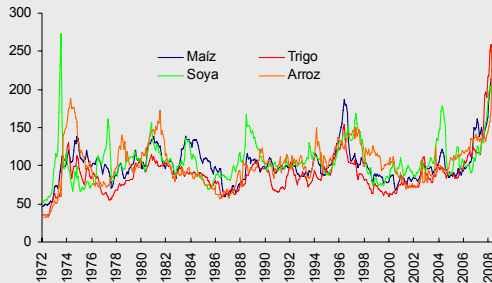
1/ Pronosticado conforme a los futuros del 29/07/2008.  
Fuente: United States Department of Agriculture (USDA), Chicago Board of Trade (CBT) y Chicago Mercantile Exchange (CME).

<sup>23</sup> Además de los países mencionados, otros productores de menor peso también han impuesto restricciones a la exportación de arroz, entre ellos Camboya, Brasil, Ecuador y Egipto (Food Outlook, junio 2008, Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación).

## Recuadro 2 Evolución y Perspectivas de los Precios Internacionales de los Granos

A partir de 2006, los precios internacionales de los granos han registrado una tendencia ascendente, que se ha extendido hasta el segundo trimestre de 2008 (aunque en julio se ha observado una incipiente baja en las cotizaciones de algunos granos). En los últimos 36 años las cotizaciones del maíz, trigo, soya y arroz han exhibido repuntes periódicos, siendo las alzas de precios usualmente más acentuadas en uno de estos granos aún cuando el resto exhibe un patrón similar debido a la sustitución que existe entre éstos al poder ser utilizados para fines similares (Gráfica 1). No obstante, el actual ciclo de ascenso de precios se ha distinguido de los anteriores por la significativamente mayor magnitud, duración y simultaneidad de los incrementos que se han presentado en las cotizaciones de los granos referidos.

**Gráfica 1**  
Índices de Precios Internacionales de Granos Seleccionados  
Índice Ene-1992=100



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales del FMI y Bloomberg.

La evolución de los precios internacionales de los granos ha sido resultado tanto de factores de oferta como de demanda. A su vez, dentro de estos factores hay algunos que pueden considerarse de corto plazo, mientras que otros pueden estar afectando la formación de precios desde una perspectiva de mayor plazo.

### Elementos de Largo Plazo

En las últimas dos décadas, la tasa de crecimiento de la productividad de la tierra cultivada ha venido disminuyendo a nivel global (Cuadro 1). Ello se ha atribuido en gran parte a la disminución observada del financiamiento gubernamental y de agencias internacionales para la investigación agrícola.

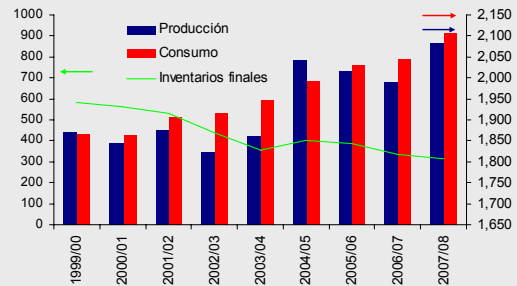
**Cuadro 1**  
Producción Global de Granos  
Tasa de crecimiento anual promedio

	1970-1990	1990-2007	2009-2017
Producción	2.20	1.30	1.20
Rendimientos	2.00	1.10	0.80
Área	0.15	0.14	0.39

Fuente: United States Department of Agriculture (USDA).

Asimismo, los inventarios globales de granos exhibieron una tendencia decreciente durante la última década (Gráfica 2). Ello fue producto de que los gobiernos fueron disminuyendo sus reservas ante el entorno de precios bajos y de eliminación de barreras al comercio exterior. Cabe señalar que la reducción en inventarios ha incidido sobre la volatilidad de los precios ante perturbaciones de oferta.

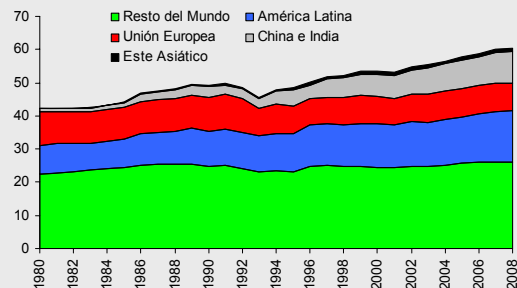
**Gráfica 2**  
Oferta, Demanda e Inventarios Globales de Cereales  
Millones de toneladas métricas



Fuente: USDA.

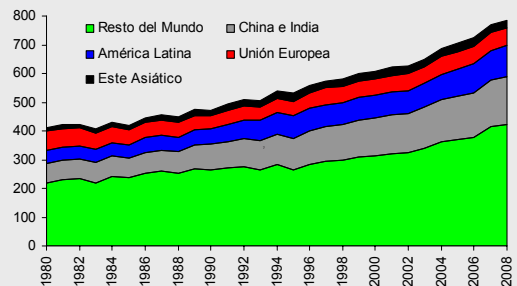
En lo que corresponde a los factores de largo plazo que han incidido sobre la demanda de granos destaca el vigoroso crecimiento económico en diversos países emergentes, destacando especialmente China e India. En estos países se elevó el consumo de granos así como de productos cárnicos, los que a su vez requieren de granos como insumos para su producción (Gráfica 3 y 4).

**Gráfica 3**  
Consumo Mundial de Carne de Res  
Miles de toneladas



Fuente: USDA.

**Gráfica 4**  
Consumo Mundial de Maíz  
Miles de toneladas

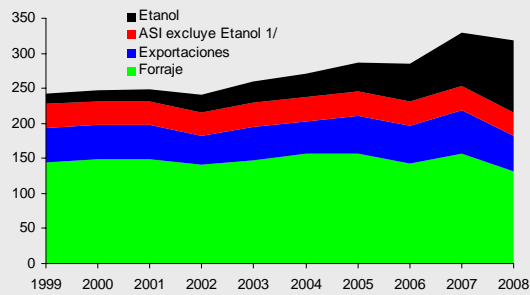


Fuente: USDA.

Adicionalmente, un fenómeno más reciente, pero que podría incidir sobre los precios de los granos durante los próximos años, es la revisión a la política energética tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea para elevar el uso de biocombustibles. En particular, en Estados Unidos durante los últimos 3 años se incrementó significativamente el uso de maíz para la producción de etanol (Gráfica 5).



**Gráfica 5**  
**Uso de Maíz en Estados Unidos**  
Millones de toneladas métricas



1/ Alimentos, semillas y uso industrial menos etanol.  
Fuente: Servicio Agrícola Exterior del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA), julio de 2008.

**Factores de Corto Plazo que Han Exacerbado el Alza de Precios**

La producción de granos ha sido afectada desde 2006 por condiciones climáticas adversas en diversas ubicaciones del mundo. En 2008, las cosechas de maíz se vieron afectadas por el exceso de lluvia en el área del cinturón del maíz en EEUU. Sin embargo, en julio mejoraron las condiciones climatológicas y perspectivas de producción. Por otra parte, la producción de arroz fue mermada tanto por la ocurrencia del Ciclón Nargis en Myanmar como por el terremoto en la región de Sichuan en China.

Asimismo, la oferta disponible de granos en los mercados internacionales se ha visto afectada por las políticas comerciales que han adoptado los países exportadores de granos entre 2007 y 2008. Al respecto, destacan las siguientes medidas que se han implementado:

**Eliminación de subsidios a la exportación**

China (diversos granos)

**Impuestos a la exportación**

- China (nuevos impuestos sobre diversos granos)
- Argentina (aumento de impuestos sobre diversos granos, aunque esta medida fue derogada en julio de 2008)
- Rusia y Kazajstán (elevación de impuestos al trigo)
- Malasia (nuevos impuestos al aceite de palma)

**Restricciones cuantitativas**

- Argentina (trigo)
- Ucrania (trigo)
- Pakistán y Brasil (arroz)

**Prohibición de exportaciones**

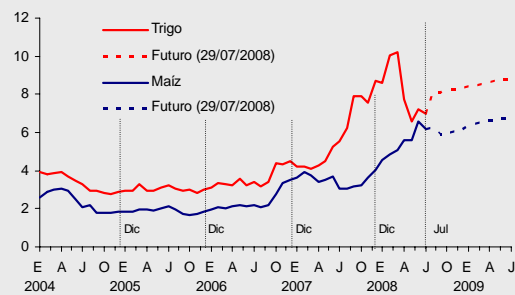
- Ucrania, Serbia e India (trigo)
- Egipto, Camboya, Vietnam, Indonesia e India (arroz)
- Kazajstán (oleaginosas)

En los países importadores se han implementado diversas políticas para atenuar el alza en las materias primas alimenticias. Destacan la remoción y la reducción de barreras comerciales, subsidios a los alimentos y controles de precios. Ello amplifica la demanda global por granos, lo que aunado a la menor oferta, ha contribuido a elevar aún más las cotizaciones internacionales de los granos.

**Perspectivas**

Las curvas de futuros del maíz, trigo y soya registraron una incipiente baja durante julio; sin embargo, aún sugieren que los precios internacionales de estos granos mantendrán niveles elevados durante el próximo año. En contraste, las cotizaciones a futuro del arroz indican que el precio de este alimento podría disminuir en lo que resta de 2008 (Gráfica 6 y 7).

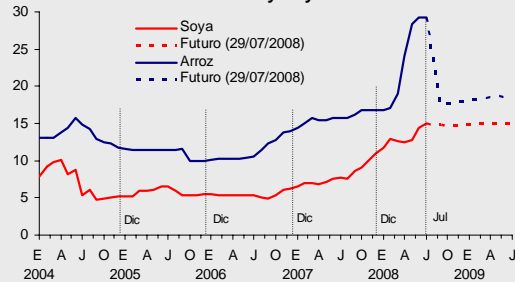
**Gráfica 6**  
**Precios Observados y a Futuro:**  
**Maíz y Trigo<sup>1/</sup>**



1/ Dólares por Bushel.  
Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA). Chicago Board of Trade (CBT).

A mediano plazo se prevé que la demanda global por granos continúe presionando los precios. Ello en virtud de la expectativa de que los países emergentes de Asia mantengan durante los años siguientes elevadas tasas de crecimiento económico. Sin embargo, existe incertidumbre respecto a otros elementos que inciden en los precios de los granos, destacando la posibilidad de que se observen cambios en la política energética de los países desarrollados, en lo que toca a los objetivos de producción de biocombustibles.

**Gráfica 7**  
**Precios Observados y a Futuro:**  
**Arroz<sup>1/</sup> y Soya<sup>2/</sup>**



1/ Dólares por CWT(100 Lb).  
2/ Dólares por Bushel.  
Fuente: USDA y CBT.

En el entorno descrito es de esperar una futura expansión de la oferta. No obstante, existen ciertos factores que hacen difícil predecir la velocidad y magnitud de la respuesta. Entre estos destacan los siguientes:

**Costo de insumos**

En la medida en que aumenten los precios de los fertilizantes, combustibles y de las semillas, ello podría limitar la posible ampliación de la producción de granos.

**Tierras cultivables**

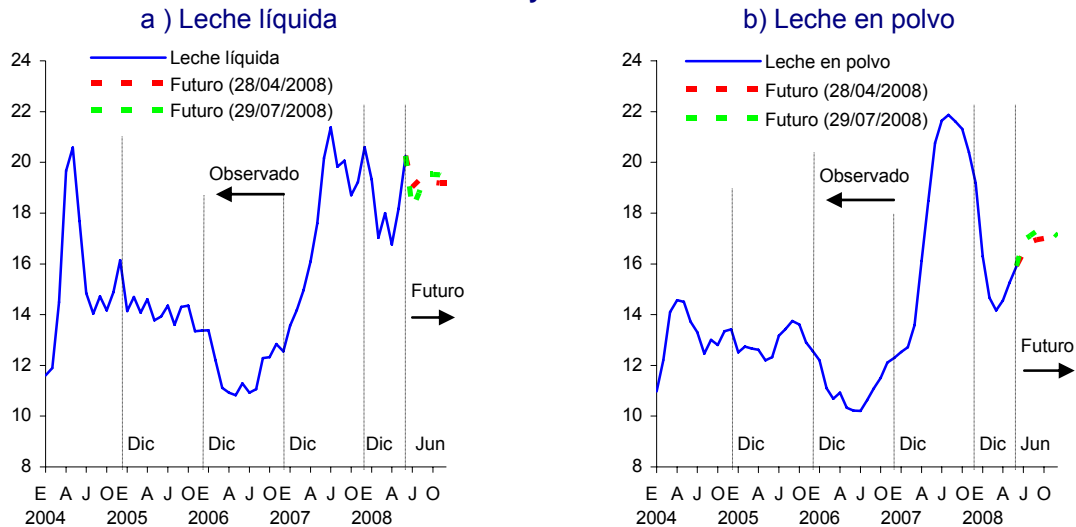
Existen grandes superficies de tierras cultivables en Kazajstán, Ucrania y Rusia. Aún cuando la producción en estos países ha aumentado este año, la falta de infraestructura dificulta la incorporación de mayores superficies cultivables.

**Nuevas semillas y uso de biotecnología**

Los países que utilizan en mayor grado la biotecnología en su producción agrícola son: Estados Unidos, Argentina y Brasil. En contraste, su uso en México es muy limitado. No obstante, los elevados precios que han alcanzado los granos sugieren que su uso a nivel global aumentará en los próximos años.

Las cotizaciones internacionales de la leche líquida y en polvo presentaron trayectorias ascendentes en el segundo trimestre de 2008. Ello debido a las presiones de costos causadas por los altos precios de los granos para forraje del ganado. Las curvas de futuros sugieren que al cierre de 2008 la cotización de la leche en polvo todavía podría aumentar, mientras que la de leche líquida se reduciría (Gráfica 33 y Cuadro 6).

**Gráfica 33**  
**Precios Observados y a Futuro de la Leche<sup>1/</sup>**



1/ Dólares por CWT (USD/100 Lb).

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

Durante el segundo trimestre del año, las cotizaciones internacionales de los cárnicos registraron alzas respecto a los precios observados en los primeros tres meses de 2008 (Gráfica 34). Al igual que en el caso de la leche, el elevado costo de los alimentos balanceados para el ganado ha incidido en los costos de producción (Gráfica 35). Debe señalarse que en el caso de la carne de res, los futuros anticipan que la tendencia alcista se mantenga, mientras que en lo referente a la carne de cerdo, después de registrar durante el trimestre anterior cotizaciones relativamente bajas por un incremento de los inventarios, los precios se han recuperado debido al aumento en las exportaciones, principalmente a China y Hong Kong.<sup>24</sup>

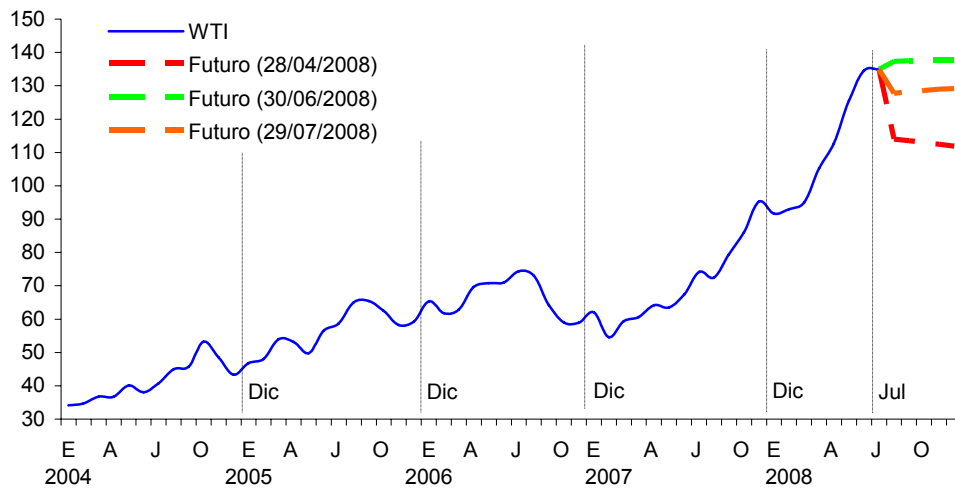
<sup>24</sup> De acuerdo con datos del USDA, las exportaciones de carne de cerdo de los EE.UU. aumentaron 36.2 por ciento de enero a mayo de 2008.



instrumento de inversión alternativo, contribuyó a las presiones sobre los referidos precios en este periodo. Sin embargo, a partir de la tercera semana de julio los precios del petróleo disminuyeron 15.8 por ciento, al pasar el precio de 145.2 a 122.2 dólares por barril del 14 al 29 de julio. Esta caída se asocia a una aparente mejoría en las percepciones sobre el balance entre la oferta y la demanda mundial de petróleo, así como por la menor preocupación, por el momento, acerca de los riesgos de interrupciones de oferta ante problemas geopolíticos, entre otros factores (Recuadro 3). Así, las cotizaciones a futuro del petróleo se ubicaron hacia finales de julio en niveles más bajos que los registrados en junio.

El alza que se registró en el precio del petróleo, durante el segundo trimestre, influyó en que las cotizaciones observadas de la gasolina regular, del gas licuado y del gas natural resultaran más elevadas con relación a lo previsto en los mercados a futuro al cierre del primer trimestre (Gráfica 37). Asimismo, las brechas entre las cotizaciones interna y externa de la gasolina (referencia California), del gas licuado y del diesel (referencia California) continuaron ampliándose para alcanzar 70.7, 47.9 y 122.2 por ciento en junio, respectivamente (Gráfica 38). Cabe señalar que, al igual que en el caso del petróleo, las cotizaciones internacionales de estos energéticos han presentado una tendencia a la baja desde mediados de julio. Debido a esto, las brechas entre los precios internos y su referencia internacional se moderaron, ubicándose, al 29 de julio, en 57.9, 31.7 y 108.9 por ciento para la gasolina, el gas licuado y el diesel, respectivamente.

**Gráfica 36**  
**Precio del Petróleo: Spot y Futuros**  
 Dólares por barril

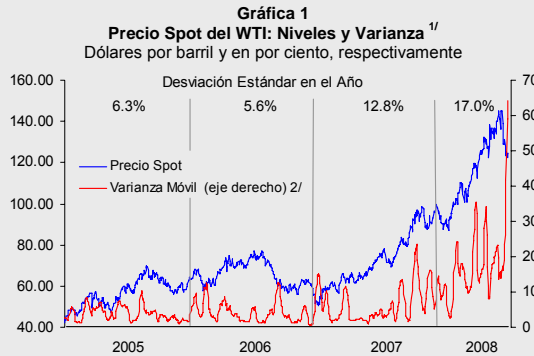


Fuente: Bloomberg.

### Recuadro 3 Evolución y Perspectivas de los Mercados de Petróleo, Gasolina y Gas Natural

#### Evolución Reciente del Mercado Petrolero

Los precios internacionales del petróleo crudo registraron una fuerte caída en la segunda quincena de julio situándose, en el caso del West Texas Intermediate, en 122.2 dólares por barril el día 29 de ese mes. Esto, después de haber observado un fuerte movimiento al alza durante el segundo trimestre de 2008 y los primeros días del tercero, superando por primera vez el nivel de 145 dólares por barril a principios de julio. La trayectoria reciente de los precios del petróleo ha sido acompañada de una elevada volatilidad (Gráfica 1).



1/ Con información hasta el 29 de julio de 2008.  
2/ Varianza móvil de los pasados veinte días.  
Fuente: Bloomberg.

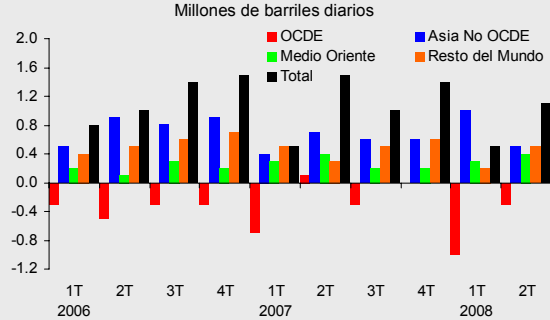
La caída reciente de los precios del crudo se explica principalmente por una aparente mejoría en las percepciones sobre el balance entre la oferta y la demanda mundial de petróleo. Las condiciones restrictivas en el balance del mercado petrolero mundial se han visto atenuadas al registrarse un moderado crecimiento de la oferta de petróleo crudo, debido a una mayor producción en la OPEP, que ha compensado la caída en la producción de los países no miembros del cártel, y una reducción en el crecimiento de la demanda mundial. Esto ha contribuido a la percepción en los mercados de que la expansión de la oferta pudiera resultar suficiente para cubrir, al menos en el corto plazo, el crecimiento esperado de la demanda, aumentar la capacidad ociosa, enfrentar posibles interrupciones de oferta y permitir una recuperación más rápida en los niveles de inventarios.

El crecimiento de la demanda de petróleo crudo disminuyó en el primer semestre de 2008, debido a una fuerte contracción de la demanda en los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), especialmente Estados Unidos, en respuesta a un menor ritmo de actividad económica y a los efectos de los elevados precios del petróleo. En contraste, la demanda de los países no miembros de la OCDE, particularmente China, India, y Medio Oriente, continuó registrando un crecimiento sólido, debido al fuerte dinamismo de estas economías y al lento ajuste en los subsidios al precio de los productos petroleros en algunas de ellas (Gráfica 2).<sup>1</sup>

Por su parte, la producción mundial de petróleo crudo se recuperó ligeramente durante el primer semestre de 2008, gracias a un aumento en la producción de la OPEP. La producción en los países no miembros del cártel se contrajo en este período. Tal evolución se debió a una caída en la producción de países como México, Gran Bretaña y Noruega, que más que compensó la expansión de la producción en otros, como Brasil y los países antes miembros de la Unión Soviética.

<sup>1</sup> Estas economías tienen una elevada elasticidad ingreso de la demanda debido a una mayor intensidad en el uso de energía.

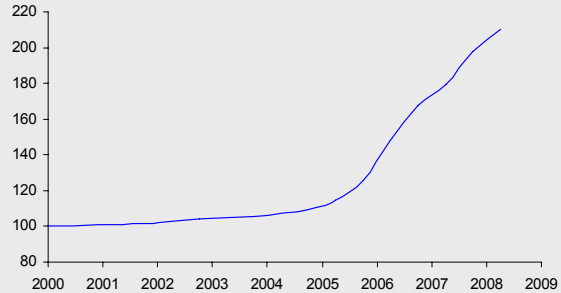
#### Gráfica 2 Crecimiento Anual de la Demanda Mundial



Fuente: Agencia Internacional de Energía.

La limitada respuesta de la oferta mundial de petróleo a pesar de los elevados precios del crudo obedece, en parte, a los elevados costos de exploración y desarrollo, las mayores necesidades tecnológicas, y el aumento de la incertidumbre sobre el entorno de inversión (Gráfica 3). A pesar de los mayores montos de inversión necesarios para mantener los niveles de producción, según un informe reciente del FMI, las inversiones en capital apenas se han incrementado ligeramente en términos reales.<sup>2</sup>

#### Gráfica 3 Índice de Costos de Capital de Exploración 2000 = 100



Fuente: IHS/CERA.

La reciente caída en los precios del petróleo ha sido influida también por la menor preocupación, por el momento, por los riesgos de interrupciones de oferta ante problemas geopolíticos en países como Irak, Irán, Nigeria y Venezuela, y por condiciones climatológicas adversas. Otros factores que pudieron haber contribuido a la baja en los precios del crudo han sido la apreciación del dólar frente al euro y el yen, así como una disminución en el atractivo de los bienes primarios como activo alternativo para los inversionistas. La apreciación del dólar ha atenuado el impacto de los menores precios del petróleo y, por tanto, limitado su efecto expansionista sobre la demanda. Por otra parte, los inversionistas han destinado menores montos de recursos a los mercados de futuros ante la expectativa de menores precios del crudo, la apreciación del dólar, la posibilidad de un incremento de las tasas de interés en algunos países avanzados y una moderación de los problemas en los mercados crediticios internacionales.

Cabe señalar que aunque la participación en los contratos de futuros de petróleo crudo por parte de inversionistas (especuladores y fondos indexados) ha crecido significativamente en los últimos años, no existe evidencia de que su comportamiento explique, en gran medida, la volatilidad en los

<sup>2</sup> IMF, "The Role of Policies to Foster Oil Sector Investment in a Global Context", Remarks by John Lipsky, 11th Energy Forum/3rd International Energy Business Forum, Rome, Italy, April 20-22, 2008.

precios del crudo. Investigaciones recientes sobre el papel de los participantes financieros en el mercado petrolero han encontrado que éstos tienden, por lo general, a seguir más que a determinar las tendencias de los precios.<sup>3</sup> Por otra parte, las posiciones largas netas de los agentes no comerciales en los futuros de petróleo no han mostrado una tendencia clara desde agosto del año pasado.

Como se explica más adelante, a pesar de la reciente reducción, se espera que los precios del crudo se mantengan en niveles elevados. Los países no miembros de la OCDE han adoptado diversas medidas para enfrentar los retos provocados por esta situación. En general, los países asiáticos han decidido incrementar los precios internos de los productos petroleros, para reducir la creciente carga fiscal de los subsidios a estos productos. En contraste, la mayoría de los países de América Latina han optado por reforzar subsidios o disminuir algunos impuestos (Cuadro 1).

### Perspectivas

Los pronósticos de los principales analistas apuntan hacia una gradual moderación en las condiciones restrictivas en el balance entre oferta y demanda mundial de crudo en los próximos años, por lo que se anticipa que los precios del petróleo puedan

disminuir ligeramente en relación con los niveles actuales, aunque se espera se mantengan elevados en el corto y mediano plazos. Por otra parte, los aún altos precios a lo largo de la curva de futuros y la dispersión en pronósticos reflejan la incertidumbre que prevalece sobre las futuras condiciones fundamentales de oferta y demanda petrolera.

Una de las principales fuentes de incertidumbre sobre el balance entre oferta y demanda mundial de petróleo, proviene de las fuertes revisiones a la baja en los pronósticos de producción de los países no miembros de la OPEP, derivadas de retrasos en proyectos de expansión y de reducciones mayores a las anticipadas en la producción de campos petroleros maduros. La Agencia Internacional de Energía (AIE) redujo su proyección de crecimiento de la producción en este grupo de países de 1.1 millones de barriles diarios en diciembre de 2007, a tan sólo 0.4 millones de barriles diarios en julio de 2008.

La AIE también ha revisado a la baja significativamente su expectativa de crecimiento de la demanda mundial de petróleo para este año, de 2.1 millones de barriles diarios en diciembre de 2007 a 0.9 millones de barriles diarios en julio de 2008, en respuesta al menor crecimiento esperado de la economía mundial, a los efectos de los mayores precios y a una reducción de los subsidios al precio de los combustibles en varios países asiáticos (Gráfica 4).

**Cuadro 1**  
**Acciones de Política Energética ante los Elevados Precios del Petróleo**

País	Demanda en 2007		Acción Implementada	Precio de la Gasolina al Menudeo (% del Precio al Mayorero en EE. UU.) 1/
	Miles de Barriles Diarios	Participación en el Total Mundial		
Argentina	492	0.6%	No ha anunciado cambios en su régimen de precios administrados.	72%
Bangladesh	102	0.1%	Propuesta de un aumento del 37 al 80% en el precio de los combustibles.	N.D.
Brasil	2,192	2.6%	El gobierno redujo los impuestos de venta de la gasolina.	80 - 90%
Chile	342	0.4%	Anunció un 8% de subsidio al precio de la gasolina en junio de 2008, incrementó en mil millones de dólares su fondo de estabilización para absorber las fluctuaciones en el precio de los combustibles y anunció disminuir en un 80% el impuesto al precio del diesel del 1 de julio de 2008 al 31 de julio de 2009.	110%
China	7,855	9.3%	En junio anunció un aumento del 16 y 18% en los precios de la gasolina y el diesel, respectivamente.	86%
Colombia	228	0.3%	Sólo ha pospuesto un año más la remoción de subsidios (hasta junio de 2010 en el caso de la gasolina y hasta diciembre de 2011 en el del diesel).	146%
Egipto	651	0.8%	En mayo anunció incrementos del 50 y 46% en los precios de la gasolina y el diesel, respectivamente.	53%
India	2,748	3.3%	En junio anunció un aumento de 10% en los precios de la gasolina y el diesel.	154%
Indonesia	1,157	1.4%	A partir de mayo, los precios de la gasolina y el diesel aumentaron en 33 y 28%, respectivamente.	N.D.
Jordania	102	0.1%	Los precios de la gasolina aumentaron 6% en mayo.	N.D.
Malasia	514	0.6%	Se implementó en junio un incremento en los precios de la gasolina y el diesel del 40 y 67%, respectivamente.	94%
Pakistán	362	0.5%	Cuatro incrementos de precios en lo que va del año han aumentado los precios de la gasolina y el diesel en un 15 por ciento a tasa anual.	N.D.
Rusia	2,699	3.2%	Los precios de la gasolina aumentaron 11% a tasa anual en el primer trimestre de 2008.	124%
Siria	276	0.3%	En marzo, los precios de la gasolina aumentaron un 11%.	N.D.
Sri Lanka	89	0.0%	En mayo, los precios de la gasolina y el diesel al menudeo se incrementaron 31 y 38 por ciento, respectivamente.	N.D.
Tailandia	911	1.1%	Ha pedido a varias refinerías que absorban completamente el impacto de un alza de precios decretado en mayo, siendo los transportistas privados, pescadores y agricultores los únicos que gozarán de los menores precios del diesel.	125%
Taiwán	1,123	1.3%	En mayo los precios de la gasolina y el diesel aumentaron 12 y 17 por ciento, respectivamente, iniciando en julio un mecanismo de precios flotantes. El gobierno subsidiará a transportistas, pescadores y agricultores.	128%
Venezuela	596	0.7%	No ha anunciado cambios en su régimen de precios administrados.	4%

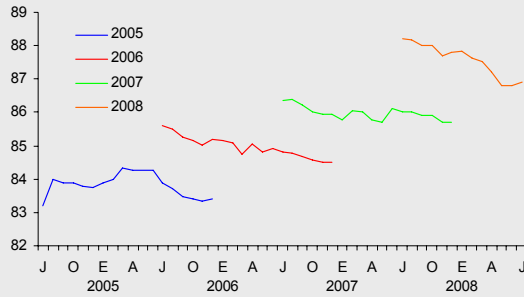
1/ Los precios al menudeo en Estados Unidos representaron el 123% del precio al mayorero en mayo de 2008. El precio internacional utilizado como precio al mayorero en Estados Unidos es el tipo Costa del Golfo grado 87.

N.D.: No disponible.

Fuentes: Agencia Internacional de Energía, Bloomberg, British Petroleum, Credit Suisse y Goldman Sachs Commodities Research.

<sup>3</sup> Commodity Futures Trading Commission (CFTC), "Written Testimony of Jeffrey Harris, Chief Economist Before the Senate Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, US Senate, May 20, 2008.

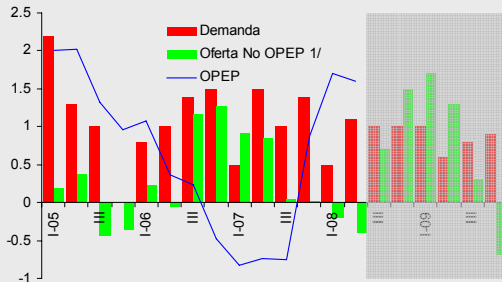
**Gráfica 4**  
Evolución de los Pronósticos de Demanda Mundial  
Millones de barriles diarios



Fuente: Agencia Internacional de Energía (AIE).

En este contexto, la AIE pronostica una mejoría en el balance entre oferta y demanda de petróleo en la segunda mitad de 2008 y la primera de 2009. Sin embargo, el balance se deteriora nuevamente en el segundo semestre de este último año, al registrarse una disminución en la producción de los países no miembros de la OPEP y una ligera recuperación de la demanda mundial (Gráfica 5).

**Gráfica 5**  
Crecimiento de la Oferta y la Demanda Mundial de Petróleo  
Millones de barriles diarios



1/ Excluye Angola y Ecuador.  
Fuente: Agencia Internacional de Energía.

En el mediano plazo, la AIE pronostica que se mantendrán las condiciones restrictivas en el balance entre oferta y demanda mundial, al continuar registrándose un sólido crecimiento de la demanda y al permanecer prácticamente estancada la capacidad de producción en los países no miembros de la OPEP, a pesar de una fuerte expansión prevista en sus inversiones. Cabe destacar que las proyecciones del balance entre oferta y demanda son muy sensibles a supuestos relacionados con el crecimiento de la economía mundial, la respuesta de la demanda a los elevados precios del crudo, la materialización de nuevos proyectos de inversión y las tasas de disminución de la producción en campos petroleros maduros.

**Evolución Reciente y Perspectivas del Mercado de Gasolina**

El precio promedio de la gasolina regular al menudeo en Estados Unidos alcanzó un nivel máximo histórico de 4.11 dólares por galón en la semana que concluyó el 7 de julio de 2008, ubicándose poco más de un dólar por encima del registrado en la misma semana de 2007, para después retroceder a 3.96 dólares por galón en la semana que concluyó el 28 de julio. Cabe señalar, que el diferencial entre los precios de la gasolina y los del petróleo crudo se ha ubicado a lo largo de 2008 por debajo de lo observado en los dos años anteriores (Gráfica 6).<sup>4</sup> Esto último ha respondido a los siguientes factores:

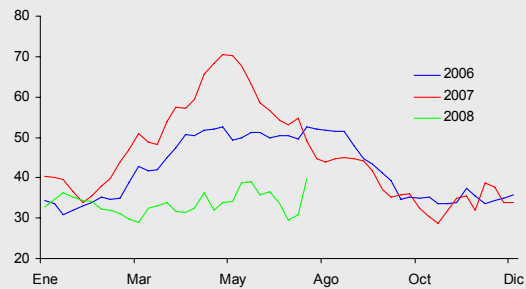
<sup>4</sup> El costo del petróleo crudo es el principal componente del precio de la gasolina al menudeo, representando cerca del 70 por ciento del precio final en el primer trimestre del 2008. Otros componentes son los impuestos, el margen de refinación y los costos de mercadeo y distribución.

1) una caída en la demanda de gasolina, debido a los elevados precios del crudo y a la desaceleración de la economía norteamericana; 2) el creciente uso de etanol en mezclas de gasolina, lo que ha expandido la oferta de combustibles; 3) el reestablecimiento de la capacidad de refinación interna, misma que se vio afectada en 2007; y 4) un incremento en las importaciones de gasolina, permitido por la debilidad de la demanda en Europa, región en la cual continúa el proceso de transformación del parque automotriz de gasolina a diesel.

Por su parte, los precios del diesel han aumentado debido a la tendencia a un mayor crecimiento de la demanda en relación con la capacidad de las refinadoras alrededor del mundo para procesar diesel con bajo contenido de sulfuro. De esta forma, los precios del diesel se han incrementado recientemente, alcanzando 4.76 dólares por galón en Estados Unidos en la semana que concluyó el 14 de julio de 2008 (2.89 dólares por galón el año anterior), para disminuir a 4.60 dólares por galón en la semana que concluyó el día 28 de ese mes.

El Departamento de Energía de Estados Unidos proyecta que el precio de la gasolina regular promedie 3.84 y 4.06 dólares por galón en 2008 y 2009, respectivamente, comparado con el de 2.81 dólares por galón registrado en 2007.<sup>5</sup> Esto, a pesar del supuesto de una marcada reducción en los márgenes de refinación, atribuible a una mayor debilidad de la demanda de gasolina y a un aumento en la producción de etanol.

**Gráfica 6**  
Diferencial entre el Precio de la Gasolina y el Precio del Petróleo Crudo<sup>1/</sup>  
Dólares por barril



1/ Entre el precio spot de la gasolina regular al menudeo que se vende en Estados Unidos y el precio spot del WTI.  
Fuente: Departamento de Energía de Estados Unidos.

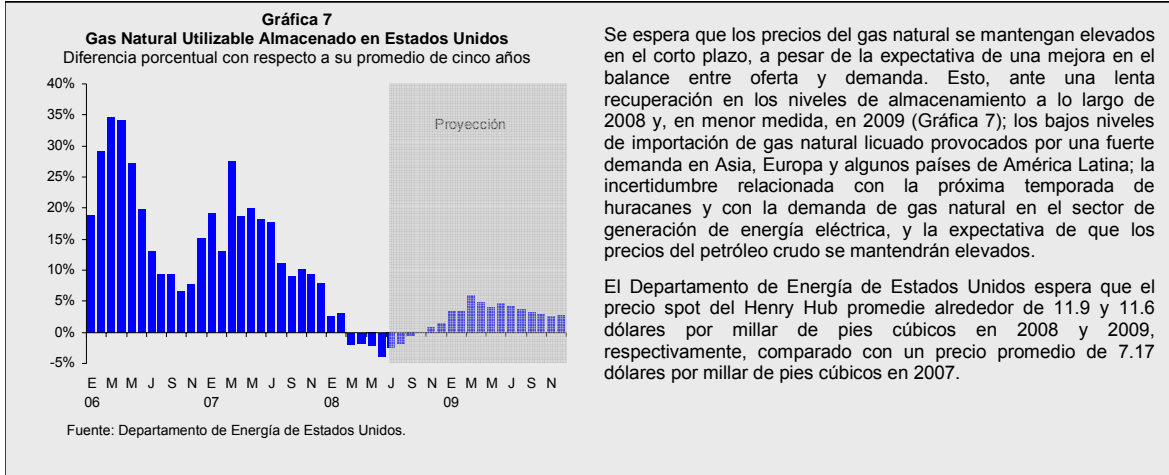
Por otra parte, se proyecta que las cotizaciones del diesel al menudeo promedien 4.35 y 4.48 dólares por galón en 2008 y 2009, respectivamente, muy por encima del precio de 2.88 dólares observado en 2007. Esto obedece a una fuerte demanda de diesel a nivel mundial, que está contribuyendo a la ampliación de los márgenes entre los precios del diesel y los costos por petróleo crudo.

**Evolución Reciente y Perspectivas del Mercado de Gas Natural**

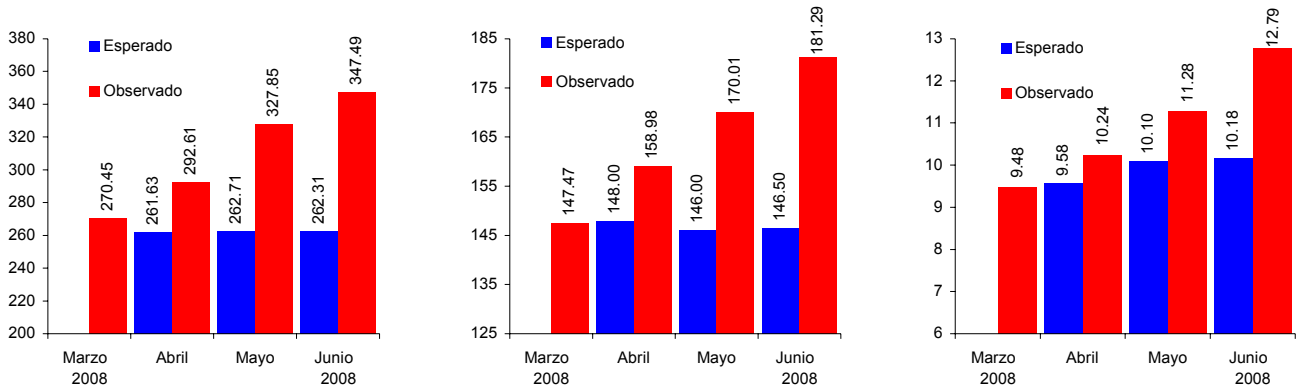
Las recientes presiones a la baja en los precios del crudo también se han manifestado en los precios de otros energéticos como el gas natural. Los precios del gas natural en Estados Unidos han retrocedido en las últimas dos semanas, después de haber registrado un fuerte incremento durante la mayor parte de lo que va de 2008, y de haber permanecido prácticamente estancados en 2007. El precio del gas natural en el caso del Henry Hub disminuyó a 9.89 dólares por millar de pies cúbicos el 23 de julio de 2008, después de haber alcanzado un nivel máximo de 13.31 dólares por millar de pies cúbicos el 2 de julio.

Las condiciones menos restrictivas en el mercado del gas natural obedecen a una serie de factores, incluyendo un fuerte aumento en la producción y los menores precios del petróleo crudo (que han moderado el efecto sustitución).

<sup>5</sup> Las proyecciones para los precios de la gasolina, el diesel y el gas natural que se incluyen en este Recuadro, se dieron a conocer antes de la disminución de los precios del petróleo de las últimas semanas.

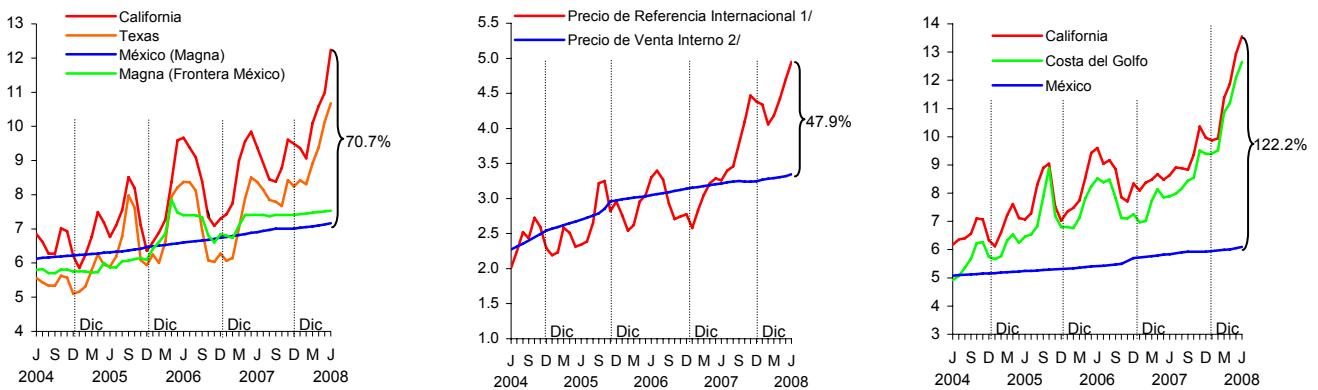


**Gráfica 37**  
**Precios Internacionales de los Energéticos: Observados y Esperados<sup>1/</sup>**  
 a) Gasolina Regular<sup>2/</sup>      b) Gas Licuado<sup>3/</sup>      c) Gas Natural<sup>4/</sup>



1/ Información correspondiente a los Futuros del 31 de Marzo de 2008.  
 2/ Texas, Centavos de dólar por galón.  
 3/ Mont Belvieu, Tex. Centavos de dólar por galón.  
 4/ TECTCO, Tex. Dólares por MMBtu.  
 Fuente: Bloomberg; Energy Information Administration (EIA) y New York Mercantile Exchange (NYMEX).

**Gráfica 38**  
**Precios Domésticos e Internacionales de Gasolina, Gas Licuado y Diesel**  
 a) Gasolina      b) Gas Licuado      c) Diesel

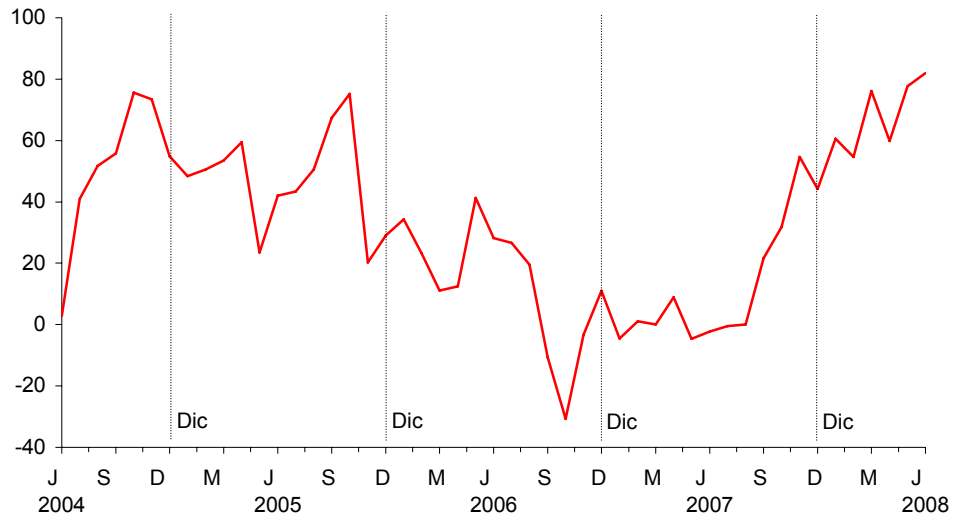


1/ Mont Belvieu.  
 2/ Precio promedio de venta de primera mano.  
 Fuente: Pemex, Energy Information Administration (EIA).



La turbosina continuó mostrando elevadas tasas de variación de sus cotizaciones, ya que el promedio anual de dichas tasas pasó de 63.90 por ciento en el primer trimestre de 2008 a 73.18 por ciento en el segundo (Gráfica 39). Esta situación afectó la operación de las líneas aéreas, que continuaron aumentando sus tarifas. En el caso de algunas aerolíneas de bajo costo, donde el impacto del precio del combustible es mayor, se redimensionó la red de vuelos.

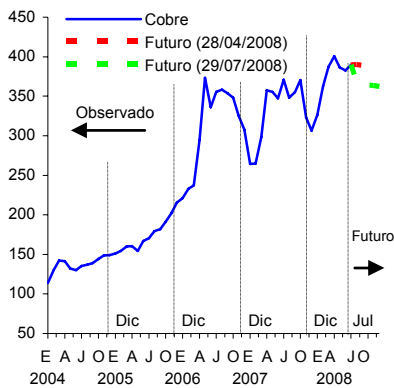
**Gráfica 39**  
**Índice de Precios Productor de la Turbosina**  
 Variación anual en por ciento



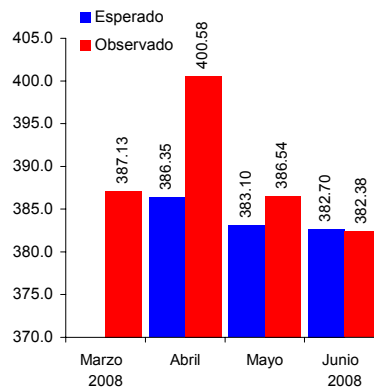
### 3.3.6. Materias Primas Metálicas

Durante el segundo trimestre de 2008, los precios internacionales del cobre descendieron. Así, de marzo a junio de ese año dicha cotización se redujo 1.23 por ciento. Cabe señalar que el precio externo del cobre durante junio fue 0.08 por ciento menor al que se negoció en los mercados de futuros para dicho mes, de acuerdo a la curva del 31 de marzo de 2008 (Gráfica 40). Por otra parte, el acero continuó con su tendencia alcista, como resultado de incrementos en los precios de las materias primas (chatarra y mineral de hierro) y de los energéticos empleados en su producción.

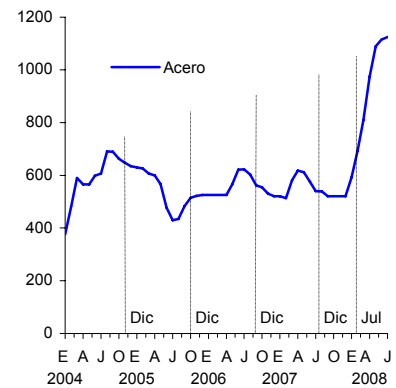
### Gráfica 40 Evolución del Precio Internacional del Cobre y del Acero

 a) Cobre<sup>1/</sup>


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

 b) Cobre  
Precios Observados y Esperados<sup>1/ 2/</sup>


1/ Centavos de dólar por libra.  
2/ Información correspondiente a los futuros del 31 de marzo de 2008.  
Fuente: Metal Bulletin.  
Commodity Exchange Inc. (CMX).

 c) Acero<sup>3/</sup>


3/ Dólares por tonelada corta.  
Fuente: Metal Bulletin.

## 3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios

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

Durante el segundo trimestre de 2008, el ritmo de crecimiento de la base monetaria continuó mostrando una tendencia a la baja. En dicho periodo, ésta registró un incremento nominal anual de 9.9 por ciento, mientras que en el primer trimestre del año presentó un crecimiento anual de 11.6 por ciento (Gráfica 41a).<sup>25</sup> Como se ha señalado en informes anteriores, 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. Así, la evolución reciente de la base monetaria muestra que en la economía mexicana continúa teniendo lugar un proceso de remonetización moderado (Gráfica 41b).

En el periodo enero-junio de 2008, los activos internacionales netos se incrementaron en 6,842 millones de dólares, para ubicarse en 94,077 millones de dólares. Por su parte, en dicho periodo la base monetaria disminuyó 47,129 millones de pesos. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó en 119,529 millones de pesos en el periodo (Cuadro 7).

<sup>25</sup> Variaciones calculadas con base en el promedio trimestral de saldos diarios.

**Cuadro 7**  
**Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto**  
 Millones

	Saldos		Variación	Flujos en 2008		
	Al 31 Dic. 2007	Al 30 Jun. 2008	% anual Al 30 Jun. 2008	Trimestre		Acumulados al 30 Jun. 2008
				I	II	
(A) Base Monetaria (Pesos)	494,743	447,614	9.5	-47,032	-97	-47,129
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) <sup>1/ 2/</sup>	952,227	969,639	15.3	42,576	29,824	72,400
Activos Internacionales Netos (Dólares) <sup>2/</sup>	87,235	94,077	20.7	3,931	2,911	6,842
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] <sup>1/</sup>	-457,484	-522,025	20.7	-89,608	-29,921	-119,529
(D) Reserva Bruta (Dólares)	87,211	94,045	20.7	3,923	2,912	6,834
Pemex				4,962	5,830	10,792
Gobierno Federal				-2,732	-650	-3,382
Venta de dólares a la banca <sup>3/</sup>				-936	-1,760	-2,696
Otros <sup>4/</sup>				2,628	-508	2,120
(E) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	9,220	8,374	4.8	-2,128	1,282	-846
(F) Reserva Internacional (Dólares) [(D)-(E)] <sup>5/</sup>	77,991	85,671	22.5	6,051	1,629	7,680

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.

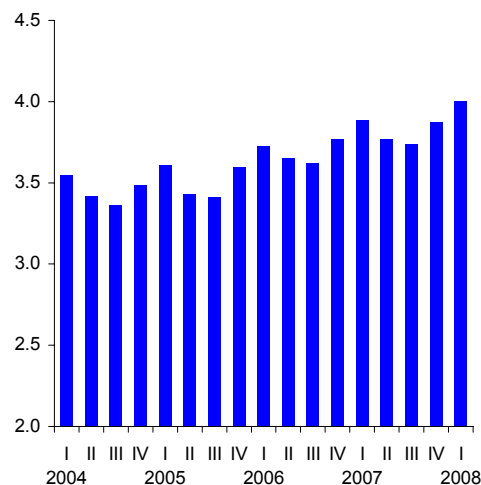
5/ Según se define en la Ley del Banco de México.

**Gráfica 41**  
**Base Monetaria**

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



b) Base Monetaria <sup>2/</sup>  
 Por ciento del PIB



1/ Promedio mensual de saldos diarios.

2/ Promedio trimestral de saldos diarios expresado como porcentaje del PIB nominal (base 2003).

### 3.4.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

Al cierre del primer trimestre de 2008, el flujo efectivo anual de las fuentes de financiamiento de la economía mantuvo la trayectoria ascendente observada desde principios de 2007 y se situó en 5.7 por ciento del PIB, cifra superior a la registrada en el mismo periodo del año anterior (3.7 por ciento del PIB). Este comportamiento estuvo explicado por incrementos en las fuentes internas y externas de recursos financieros (Cuadro 8). En el primer trimestre de 2008, el flujo anual del agregado monetario M4 representó 5.9 por ciento del PIB

(4.6 por ciento al primer trimestre de 2007). Este aumento en la disponibilidad de recursos se caracterizó, principalmente, por un mayor dinamismo del ahorro en instrumentos financieros internos por parte de los no residentes, cuyo flujo aumentó de 0.2 por ciento del PIB en el primer trimestre de 2007 a 1.3 por ciento en el primer trimestre del presente año. Por otra parte, el flujo anual de financiamiento del exterior al primer trimestre de 2008 continuó mostrando un flujo negativo (-0.2 por ciento del PIB) que refleja un desendeudamiento neto con el exterior.

**Cuadro 8**  
**Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía**  
**Porcentaje del PIB**

	Flujos Anuales					Saldo	
	2004-I	2005-I	2006-I	2007-I	2008-I	2008-I	Estructura %
<b>Total de fuentes</b>	<b>5.6</b>	<b>5.7</b>	<b>6.9</b>	<b>3.7</b>	<b>5.7</b>	<b>66.0</b>	<b>100.0</b>
M4	5.9	4.9	7.3	4.6	5.9	51.3	77.7
En poder de residentes	5.4	4.6	6.8	4.4	4.6	48.3	73.1
En poder de no residentes	0.5	0.4	0.5	0.2	1.3	3.0	4.6
Financiamiento externo	-0.4	0.7	-0.4	-0.9	-0.2	14.7	22.3
<b>Total de usos</b>	<b>5.6</b>	<b>5.7</b>	<b>6.9</b>	<b>3.7</b>	<b>5.7</b>	<b>66.0</b>	<b>100.0</b>
Sector público (RFSP) <sup>1/</sup>	1.9	1.9	1.2	0.2	1.2	30.3	45.9
Estados y municipios	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	1.3	2.0
Sector privado	1.1	2.2	2.4	4.1	4.2	29.1	44.1
Hogares	1.3	1.8	2.0	1.7	1.7	13.0	19.7
Consumo	0.5	0.9	1.1	1.0	0.8	4.7	7.2
Vivienda <sup>2/</sup>	0.7	0.9	0.9	0.7	0.9	8.3	12.6
Empresas	-0.1	0.3	0.4	2.4	2.5	16.1	24.3
Crédito de intermediarios financieros <sup>3/</sup>	-0.3	0.3	0.3	1.6	1.4	7.7	11.6
Emisión de instrumentos de deuda	0.6	0.0	0.1	0.0	0.3	1.7	2.6
Externo	-0.4	0.1	0.1	0.8	0.8	6.7	10.1
Reserva internacional <sup>4/</sup>	1.0	0.3	0.7	0.2	1.4	7.8	11.9
Otros conceptos <sup>5/</sup>	1.4	1.2	2.6	-0.8	-1.2	-2.6	-3.9

Nota: La suma de las partes puede no coincidir con el total debido al redondeo. Los flujos anuales revalorizados y los saldos son expresados en por ciento del PIB nominal (base 2003) promedio de los últimos cuatro trimestres.

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.

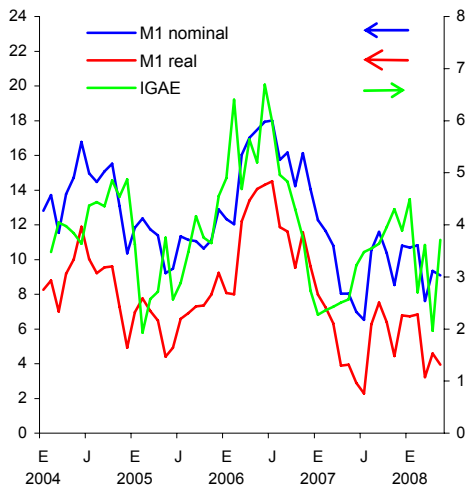
5/ Un flujo positivo (negativo) de este concepto constituye un uso (fuente) de recursos financieros. Así, un flujo negativo de este rubro significa que las fuentes de recursos financieros no consideradas en M4 y el financiamiento externo (entre las que se encuentran cuentas de capital, resultados y reservas, 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 el primer trimestre de 2008, este rubro de otros conceptos ascendió a -1.2 por ciento del PIB, lo que constituyó una fuente de recursos proveniente de: -0.7 por ciento del PIB de un incremento en el capital contable y reservas de la banca comercial, -0.4 puntos del PIB corresponden a cuentas del Banco de México, y -0.1 por ciento del PIB corresponden a otros conceptos.

En un contexto en el que la actividad económica se ha venido desacelerando, los agregados monetarios estrechos continuaron mostrando una trayectoria ligeramente decreciente en sus tasas de crecimiento durante los primeros meses de 2008. En el periodo abril-mayo de 2008, el agregado monetario M1 presentó una variación nominal anual promedio de 9.2 por ciento, mientras que en el último trimestre de 2007 y el primero de 2008 había registrado tasas de crecimiento anual promedio de 9.9 por ciento y 9.7 por ciento, respectivamente (Gráfica 42a). Por su parte, los agregados monetarios amplios mostraron tasas de crecimiento real anual similares a las que han venido observado desde finales de 2007. En el periodo abril-mayo de 2008, el agregado

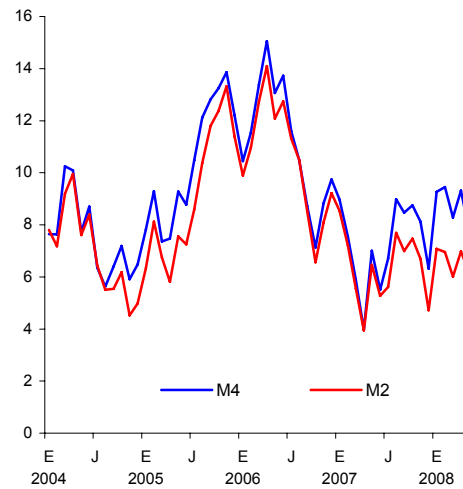
monetario M2, que considera el ahorro de los residentes en instrumentos financieros internos, registró una variación real anual promedio de 6.6 por ciento (6.3 por ciento y 6.7 por ciento en promedio en el cuarto trimestre de 2007 y primero de 2008, respectivamente) (Gráfica 42b). Por su parte, el agregado monetario más amplio (M4), que incluye el ahorro de los residentes y no residentes en instrumentos financieros internos, registró un incremento real anual promedio de 8.5 por ciento en abril-mayo, cifra que se compara con variaciones reales promedio anual de 7.7 por ciento en el cuarto trimestre de 2007 y 9.0 por ciento en el primer trimestre de 2008 (Gráfica 42b).

**Gráfica 42**  
**Agregados Monetarios**

a ) Agregado Monetario M1 e IGAE  
Variación nominal y real anual y  
Variación real anual en por ciento<sup>1/</sup>



b ) Agregados Monetarios M2 y M4  
Variación real anual en por ciento



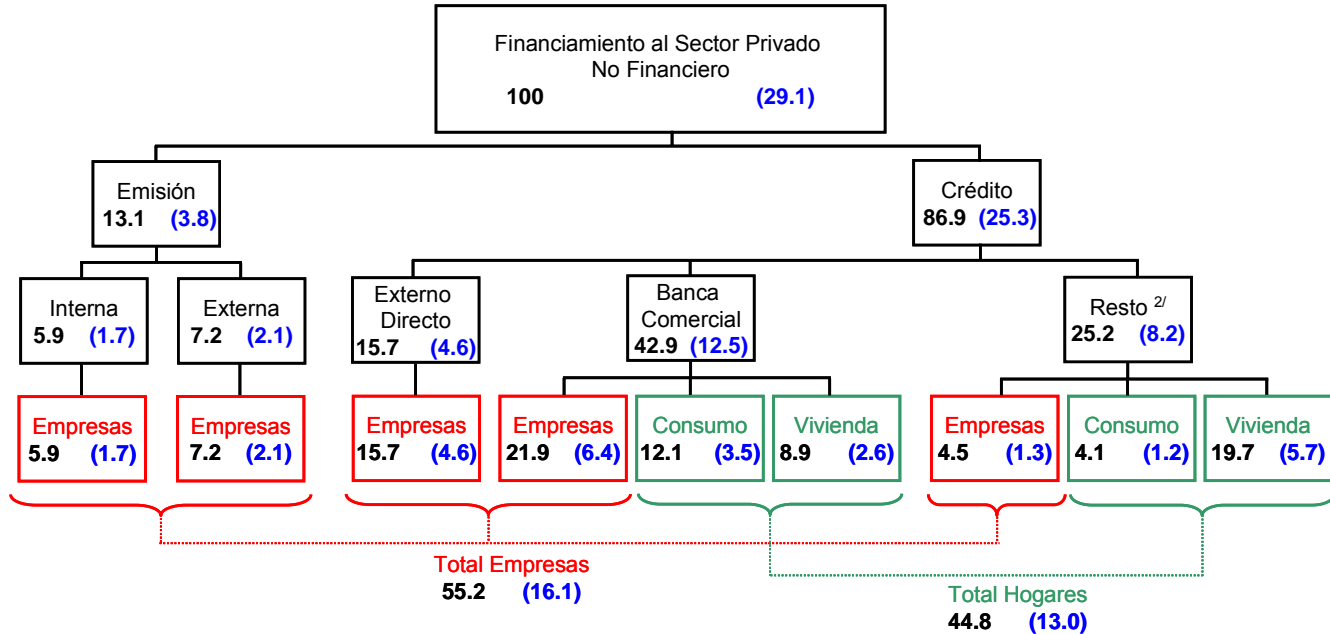
1/ En el caso del IGAE se reporta el promedio móvil de tres meses de la variación anual en términos reales.

Con respecto al financiamiento (uso de los recursos financieros), cabe señalar que, como se mencionó en el Reporte sobre el Sistema Financiero de 2007, las instituciones financieras en México presentan una situación saludable. Ello a pesar de la volatilidad que desde mediados de 2007 se comenzó a observar en los mercados financieros internacionales y de que algunas instituciones financieras en Estados Unidos han sufrido pérdidas importantes como resultado del deterioro de la cartera de créditos hipotecarios de menor calidad en dicha economía.

Al primer trimestre de 2008 el flujo anual de recursos financieros utilizados por el sector público (incluyendo Estados y Municipios) fue de 1.3 puntos porcentuales del producto (0.3 por ciento al primer trimestre de 2007). Por su parte, el flujo anual de recursos destinados a financiar al sector privado representó 4.2 por ciento del PIB, flujo similar al 4.1 por ciento observado al primer trimestre de 2007 (Cuadro 8). Al primer trimestre del año, el flujo anual de recursos destinados al financiamiento a los hogares representó 1.7 por ciento del

producto, mientras que el correspondiente a las empresas ascendió a 2.5 por ciento del PIB.<sup>26</sup>

**Cuadro 9**  
**Financiamiento al Sector Privado No Financiero: Saldos a Marzo 2008**  
 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 marzo de 2008. Los números entre paréntesis y en azul corresponden al saldo a marzo de 2008 expresado como porcentaje del PIB nominal (base 2003) promedio de los últimos cuatro trimestres.

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

En el primer trimestre de 2008, el saldo de financiamiento total al sector privado no financiero representó 29.1 por ciento del PIB (Cuadro 9), cifra superior a la observada un año antes de 27.4 por ciento del producto. Al cierre del primer trimestre de 2008, el financiamiento total al sector privado registró una variación real anual de 10.5 por ciento, similar al crecimiento observado en el último trimestre de 2007 (10.6 por ciento real anual).

La deuda de las empresas privadas no financieras a través de emisión de valores, al primer trimestre de 2008 representó 3.8 por ciento del PIB y 13.1 por ciento del total del financiamiento al sector privado no financiero (Cuadro 9). De este saldo, la emisión de valores en el mercado interno representó 1.7 por ciento del PIB, en tanto que el saldo de los valores colocados en los mercados internacionales ascendió a 2.1 por ciento del producto.

<sup>26</sup> Es importante señalar que los flujos anuales de financiamiento a los hogares y a las empresas reportados para el primer trimestre de 2007 están afectados por una reclasificación contable de los créditos puente para la construcción de vivienda del rubro de crédito a la vivienda (hogares) al crédito a las empresas. Si bien esta reclasificación no afecta los flujos de financiamiento total al sector privado, si cambia su composición y la interpretación de la evolución de los flujos a estos sectores. Al eliminar el efecto de esta reclasificación, se observa que los flujos anuales de financiamiento a los hogares, al primer trimestre de 2008 (1.7 por ciento del PIB), disminuyeron ligeramente respecto a los flujos correspondientes al primer trimestre de 2007 (2.1 por ciento del producto). Por su parte, los flujos anuales de financiamiento que recibieron las empresas al primer trimestre de 2008 (2.5 por ciento del producto) son ligeramente mayores a los correspondientes al primer trimestre de 2007 (1.9 por ciento del producto), una vez que se controla por el efecto de la reclasificación contable.

Al cierre del primer trimestre de 2008, el saldo de deuda en dólares emitida en los mercados internacionales por las empresas privadas no financieras residentes en el país presentó un crecimiento anual de 1.6 por ciento en términos reales (9.8 por ciento en dólares), mientras que durante el último trimestre de 2007 había registrado un crecimiento real anual de 13.6 por ciento (16.7 por ciento en dólares).

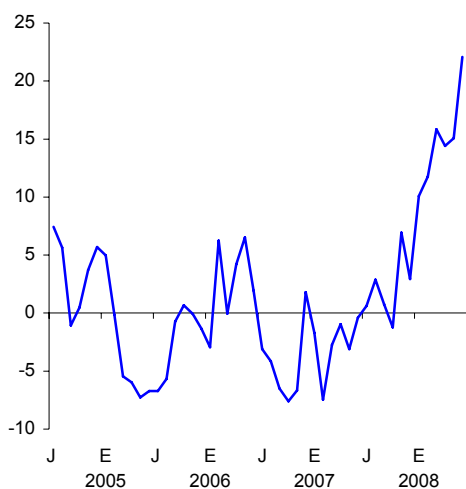
Por otra parte, la deuda emitida por las empresas privadas no financieras en el mercado interno ha mostrado un mayor dinamismo. En el periodo abril-junio registró una variación real anual promedio de 17.2 por ciento, que se compara con un crecimiento real anual promedio de 2.9 y 12.5 por ciento en el cuarto trimestre de 2007 y el primer trimestre de 2008, respectivamente (Gráfica 43a). Cabe señalar que este tipo de financiamiento está constituido, principalmente, por valores privados colocados a plazos mayores a un año (89.4 por ciento del total en junio de 2008).

En lo que respecta al costo del financiamiento interno a través de la emisión de valores (deuda) de las empresas no financieras, en el periodo abril-junio, la tasa de interés promedio de los valores privados de mediano y largo plazo colocados en pesos fue de 8.6 por ciento, en tanto que en el primer trimestre de 2008 fue de 8.3 por ciento. Por su parte, en abril-junio la tasa de interés promedio de los valores de corto plazo colocados en pesos fue de 7.8 por ciento, similar al promedio observado en el primer trimestre de 2008 (Gráfica 43b).<sup>27</sup>

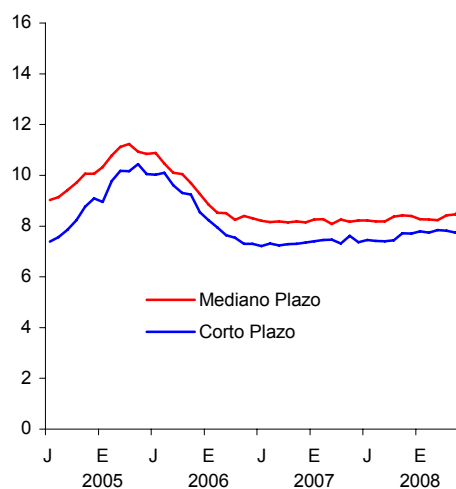
**Gráfica 43**

**Valores de Empresas No Financieras y Tasas de Interés**

a ) Valores de Empresas Privadas No Financieras  
Variación real anual en por ciento



b ) Promedio Ponderado de Tasa de Interés de Valores de Empresas Privadas No Financieras Por ciento



Como se ha señalado en informes anteriores, el saldo del crédito de la banca comercial constituye la fuente principal de financiamiento al sector privado.

<sup>27</sup> Los indicadores del costo del financiamiento a través de la emisión de valores en el mercado interno se refieren a la tasa de interés promedio ponderada por el saldo de los valores en circulación. Para las tasas de interés de corto plazo se utilizaron las tasas de colocación llevadas a curva de 28 días. Para las tasas de valores de mediano y largo plazo se utilizó el rendimiento al vencimiento (*yield to maturity*).

En marzo de 2008, éste rubro representó 42.9 por ciento del financiamiento total recibido por este sector, lo que representó 12.5 por ciento del PIB (Cuadro 9). Por su parte, en el periodo abril-mayo de 2008, se continuó observando una tendencia hacia menores tasas de crecimiento del crédito de la banca comercial al sector privado. En dicho periodo, el crédito directo vigente de la banca comercial al sector privado no financiero registró un incremento real anual promedio de 20.7 por ciento, mientras que en primer trimestre de 2008 había presentado una tasa de crecimiento anual promedio de 25.2 por ciento en términos reales.<sup>28</sup>

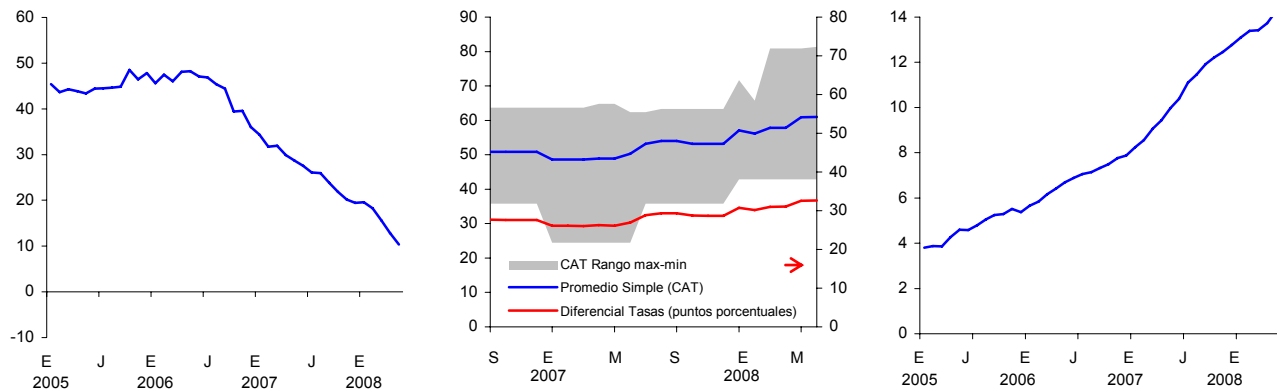
Por su parte el crédito directo vigente de la banca comercial a los hogares continúa mostrando una desaceleración. En particular, éste rubro registró una variación real anual de 13.9 por ciento en abril-mayo, mientras que en el primer trimestre había crecido en promedio 20.2 por ciento. Por lo que toca al crédito directo vigente de la banca comercial al consumo, en abril-mayo éste presentó un incremento real anual promedio de 11.6 por ciento (Gráfica 44a).<sup>29</sup> Por su parte, el crédito directo vigente a la vivienda presentó una variación real anual de 18.2 por ciento en el mismo periodo (Gráfica 45a).

**Gráfica 44**  
**Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo, Costo Anual Total (CAT) de Tarjetas de Crédito e Índice de Morosidad Ajustado**

a) Crédito al Consumo <sup>1/</sup>  
Variación real anual  
en por ciento

b) CAT de Tarjetas de Crédito y  
Diferencial entre Tasa de Interés  
de Tarjetas de Crédito y Costo  
de Captación Promedio <sup>2/3/</sup>  
Por ciento anual

c) Índice de Morosidad Ajustado  
del Crédito al Consumo <sup>4/</sup>  
Por ciento



1/ Incluye la cartera de crédito de las Sofomes E.R. subsidiarias de la Banca comercial.

2/ La información referente al Costo Anual (CAT) de tarjetas de crédito utilizada para calcular el promedio simple y el rango min-max del CAT 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.

3/ El diferencial se define a partir del promedio simple de las tasas de interés de un conjunto de tarjetas de crédito denominadas "clásicas" que proviene de la Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de las Instituciones Financieras (Condusef) y el costo de captación promedio de la banca (CCP).

4/ El índice de morosidad ajustado se define como el cociente de la suma de la cartera de crédito directa vencida más los castigos o pérdidas reconocidas por los bancos en los doce meses previos entre la suma de la cartera de crédito total más los castigos o pérdidas antes mencionados. Las cifras a partir de marzo de 2008 incluyen el monto de la cartera de crédito al consumo de las Sofomes E.R. subsidiarias de la banca comercial.

Con respecto al costo del crédito de la banca comercial a los hogares, durante los últimos meses se ha observado un desplazamiento al alza en el rango

<sup>28</sup> Estas cifras incluyen, a partir de marzo de 2008, la cartera de crédito al consumo de las Sofomes E.R. subsidiarias de la banca comercial.

<sup>29</sup> Estas cifras incluyen, a partir de marzo de 2008, el monto de la cartera de crédito al consumo de las Sofomes E.R. subsidiarias de la banca comercial.



de dispersión del Costo Anual Total (CAT) de tarjetas de crédito.<sup>30</sup> El promedio simple de este indicador ha continuado mostrando una tendencia al alza, en el segundo trimestre del año promedió 59.9 por ciento, casi tres puntos porcentuales más que el promedio del primer trimestre de 2008 de 57 por ciento (Gráfica 44b).<sup>31</sup> Como se ha mencionado en informes anteriores, este incremento en el costo del crédito a través de tarjetas es resultado, en gran medida, de la política seguida por algunos bancos de otorgar crédito a nuevos segmentos del mercado sin un historial crediticio previo, para los cuales el riesgo de crédito es mayor. Así, en un contexto en el que se ha incrementado el riesgo de esta cartera, el diferencial entre el promedio simple de la tasa de interés que cobran los bancos por este tipo de crédito y su costo de captación promedio (CCP) también ha mostrado un incremento en los últimos meses hasta niveles cercanos a 33 puntos porcentuales (Gráfica 44b). Cabe señalar que si bien la ampliación del referido diferencial puede resarcir algunas pérdidas generadas por el incremento en el riesgo de esta cartera, ello también podría contribuir a agravar el problema de morosidad de la misma.

En lo referente al costo del crédito a la vivienda, el rango de dispersión del CAT del crédito hipotecario de la banca comercial no ha presentado cambios importantes en los últimos meses con relación a lo observado durante el primer trimestre del año y el cuarto trimestre de 2007 (Gráfica 45b).<sup>32</sup> Asimismo, el promedio simple de este indicador también se ha mantenido estable en fechas recientes, alrededor de 13 por ciento.<sup>33</sup> La estabilidad del CAT para este tipo de productos se ha mantenido a pesar de que el diferencial entre el promedio simple de las tasas de interés de los créditos hipotecarios ofrecidos por la banca y su costo de captación promedio (CCP) ha continuado mostrando una ligera tendencia a la baja para ubicarse en niveles entre 5 y 6 puntos porcentuales (Gráfica 45b).

En el periodo abril-mayo 2008, el índice de morosidad ajustado del crédito de la banca comercial a los hogares continuó deteriorándose. En mayo este índice se ubicó en 10.9 por ciento, mientras que en marzo de 2008 se había ubicado en 10.2 por ciento.<sup>34</sup> Por su parte, el índice de morosidad ajustado del

<sup>30</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>31</sup> Es importante señalar que el promedio simple del CAT de tarjetas de crédito no necesariamente es un indicador que refleje, en términos generales, las condiciones del costo de financiamiento a través de tarjetas de crédito. 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 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>32</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 (véase el comunicado de prensa mensual del Banco de México sobre Agregados Monetarios y Actividad Financiera).

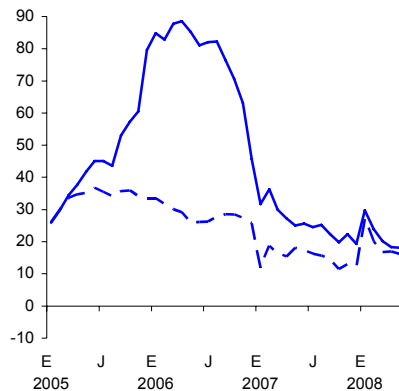
<sup>33</sup> En este caso se presenta el promedio simple del Costo Anual Total (CAT) del crédito a la vivienda y no el dato correspondiente al promedio ponderado de dicho CAT, debido a que no se cuenta con información sobre el saldo de crédito para cada uno de los productos de crédito hipotecario considerados para la elaboración de este indicador.

<sup>34</sup> El índice de morosidad definido como la cartera vencida entre la cartera total es un indicador que si bien se ve afectado por el incumplimiento de los deudores, su nivel también se ve afectado, entre otras cosas, por las decisiones que toma la banca acerca de su cartera vencida. Las ventas y castigos de cartera vencida permiten reducir el nivel del índice de morosidad sin que haya cambiado la situación de los deudores. Por esta razón, en esta sección se reporta un índice de morosidad ajustado para los créditos

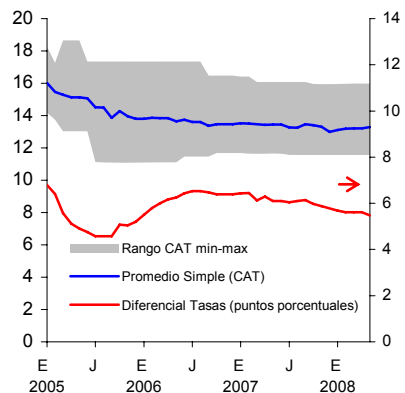
crédito al consumo ascendió a 14.3 por ciento en mayo (Gráfica 44c), mientras que el correspondiente al crédito a la vivienda se situó en 4.3 por ciento en el mismo periodo (Gráfica 45c).

**Gráfica 45**
**Crédito Vigente de la Banca Comercial a la Vivienda, Costo Anual Total (CAT) del Crédito a la Vivienda e Índice de Morosidad Ajustado**

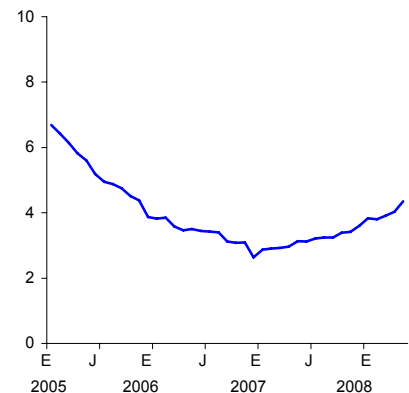
a) Crédito a la Vivienda  
Variación real anual  
en por ciento



b) CAT del Crédito a la Vivienda y  
Diferencial entre Tasa de Interés  
del Crédito Hipotecario y Costo  
de Captación Promedio<sup>2/ 3/</sup>  
Por ciento anual



c) Índice de Morosidad Ajustado  
del Crédito a la Vivienda<sup>4/</sup>  
Por ciento



1/ La línea punteada excluye la compra de cartera de la banca comercial a las Sofoles hipotecarias.

2/ 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 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.

3/ El diferencial se define a partir del promedio simple de las tasas de interés de los créditos hipotecarios (producto estandarizado) otorgados por la banca comercial y el costo de captación promedio de la banca (CCP). La información de las tasas de interés asociadas a los créditos hipotecarios se obtiene del Simulador de Búsqueda de Créditos Hipotecarios del Banco de México.

4/ El índice de morosidad ajustado se define como el cociente de la suma de la cartera de crédito directa vencida más los castigos o pérdidas reconocidas por los bancos en los doce meses previos entre la suma de la cartera de crédito total más los castigos o pérdidas antes mencionados.

En lo que se refiere al crédito directo vigente de la banca comercial a las empresas privadas no financieras, en abril-mayo de 2008, este crédito presentó una variación real anual de 28.3 por ciento, cifra que se ubica por debajo de la que había registrado en el primer trimestre del año (30.7 por ciento) (Gráfica 46a).

Con respecto al costo del crédito de la banca comercial a las empresas, el intervalo de dispersión de las tasas de interés asociadas a este tipo de financiamiento no ha mostrado cambios importantes en los últimos meses. Cabe señalar que durante la segunda mitad de 2007, dicho intervalo presentó un aumento importante en la parte superior del mismo (Gráfica 46b).<sup>35,36</sup> Por su

otorgados por la banca múltiple a los hogares y las empresas privadas no financieras. Este índice se define como el cociente de la suma de la cartera de crédito directa vencida más los castigos o pérdidas reconocidas por los bancos en los doce meses previos, entre la suma de la cartera de crédito directa total más los castigos o pérdidas antes mencionados. Por ello, este índice refleja de una manera más precisa el deterioro del grado de cumplimiento de las obligaciones de los deudores. Las estadísticas de crédito consideradas para este índice provienen de los balances bancarios publicados por el Banco de México.

<sup>35</sup> El intervalo de dispersión 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.

parte, el promedio simple de dichas tasas de interés se ubicó en 15.5 por ciento en abril-mayo de 2008, tasa similar al promedio del primer trimestre de 2008 (15.7 por ciento) (Gráfica 46b).<sup>37</sup> Por lo que se refiere al diferencial del promedio simple de las tasas de interés del crédito de la banca a las empresas y el costo de captación de la misma (CCP), en la Gráfica 46b se observa que durante 2008 este se ha mantenido relativamente estable alrededor de 9 puntos porcentuales, después del incremento que registró en 2007. Como se ha señalado, dicho incremento obedeció, en parte, a la expansión del crédito a empresas de menor tamaño que, en términos generales, presentan un mayor riesgo de crédito.

Finalmente, en lo que se refiere el índice de morosidad ajustado del crédito de la banca comercial a las empresas, en mayo del presente año se ubicó en 1.7 por ciento, lo que representó un incremento con respecto al 1.4 por ciento de marzo de 2008 (Gráfica 46c).<sup>38</sup>

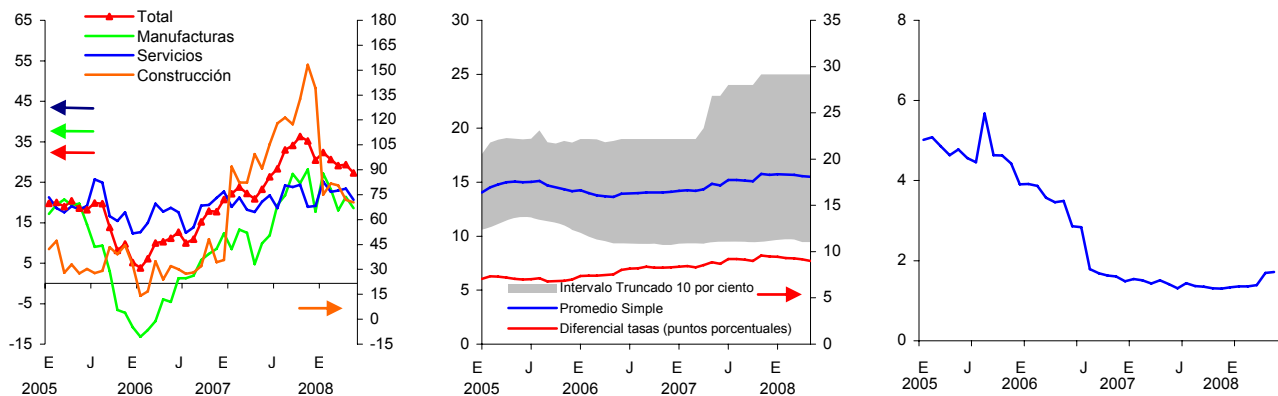
**Gráfica 46**

**Crédito Vigente de la Banca Comercial a las Empresas, Tasas de Interés del Crédito a las Empresas e Índice de Morosidad Ajustado**

a) Crédito a las Empresas  
Variación real anual  
en por ciento

b) Tasas de Interés del  
Crédito a las Empresas y  
su Diferencial Respecto al Costo  
de Captación Promedio<sup>1/2/</sup>  
Por ciento anual

c) Índice de Morosidad Ajustado  
del Crédito a las Empresas<sup>3/</sup>  
Por ciento



1/ Promedio simple de la tasa de interés nominal de los créditos vigentes otorgados por la banca comercial a las empresas en moneda nacional durante el periodo. La información proviene de la CNBV. El intervalo truncado (10 por ciento) 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.

2/ El diferencial se define a partir del promedio simple de las tasas de interés del crédito a las empresas y el costo de captación promedio de la banca (CCP).

3/ El índice de morosidad ajustado se define como el cociente de la suma de la cartera de crédito directa vencida más los castigos o pérdidas reconocidas por los bancos en los doce meses previos entre la suma de la cartera de crédito total más los castigos o pérdidas antes mencionados.

<sup>36</sup> Como se mencionó en el Informe anterior, el aumento en el intervalo de las tasas de interés del crédito a las empresas durante la segunda parte de 2007 fue 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.

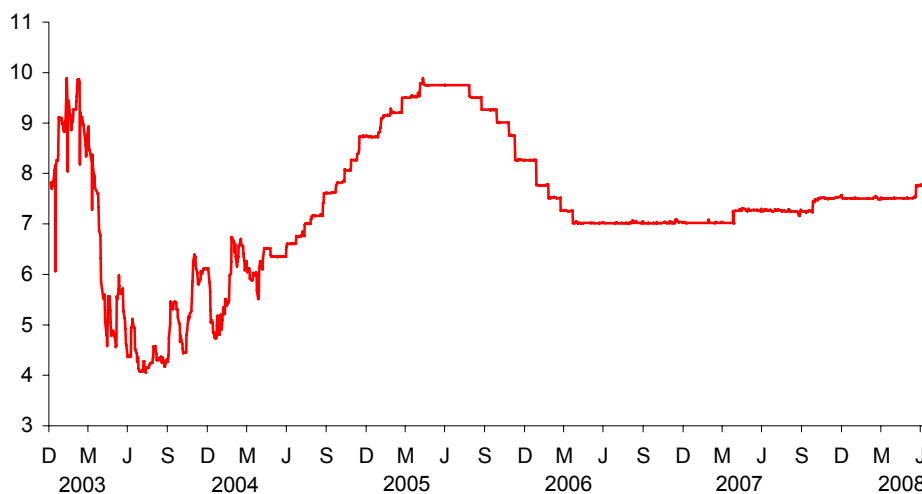
<sup>37</sup> Como se mencionó, un promedio simple no necesariamente refleja las condiciones del costo del financiamiento bancario. Actualmente se trabaja en la elaboración de un indicador de tasas de interés del crédito a las empresas en donde éstas se ponderen por el saldo de crédito asociado a cada una de ellas.

<sup>38</sup> El índice de morosidad ajustado del crédito de la banca múltiple a las empresas privadas no financieras es el cociente de la suma de la cartera de crédito directa vencida más los castigos o pérdidas reconocidas por los bancos en los doce meses previos entre la suma de la cartera de crédito directa total más los castigos o pérdidas antes mencionados (véase pie de página 34). La cartera de crédito utilizada para este índice proviene de los balances bancarios publicados por el Banco de México.

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

En sus decisiones de junio y julio de 2008, la Junta de Gobierno del Banco de México incrementó el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en 25 puntos base en cada ocasión. Con estas acciones, dicha tasa, que desde octubre de 2007 se había mantenido en 7.50 por ciento, se incrementó a 8.00 por ciento (Gráfica 47).

**Gráfica 47**  
**Tasas de Interés**  
 Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día  
 Por ciento anual



A raíz de los incrementos en los precios internacionales de las materias primas y del proceso de desaceleración por el que atraviesa la economía mundial, la coyuntura que han venido enfrentando un gran número de bancos centrales se ha caracterizado por riesgos al alza en la inflación y en sentido inverso para la actividad económica. Han pasado ya varias décadas desde que no se veía un incremento tan fuerte y generalizado en los precios de las materias primas, y más en un contexto de franca desaceleración de la actividad económica mundial. En este entorno, un número importante de bancos centrales ha restringido su postura de política monetaria.

Sin embargo, en general, diversos elementos podrían contribuir a aliviar las presiones inflacionarias a nivel mundial en los siguientes meses. En particular, como puede apreciarse en las secciones 3.3.4, 3.3.5 y 3.3.6 así como en los Recuadros 2 y 3 de este Informe, las cotizaciones de diferentes grupos de materias primas en los mercados internacionales podrían mostrar una trayectoria más estable o, inclusive, revertir parte de los fuertes incrementos que registraron en los últimos dos años. Ello se puede apreciar en la evolución reciente en los mercados spot en algunos casos, por ejemplo, en el de los energéticos y en el del trigo; en otros, ello parece derivarse de la trayectoria de los precios a futuro. La marcada desaceleración que ha venido observando la economía global es un factor determinante de lo anterior.

En el caso de México, la dinámica que en los últimos meses ha venido mostrando la inflación responde a la materialización de algunos de los riesgos al alza que se habían venido señalando en el pasado. Ello, a pesar de que no se han detectado presiones inflacionarias originadas por el lado de la demanda.

En particular, al igual que en prácticamente todas las economías del mundo, durante los últimos meses se ha observado un deterioro en una serie de indicadores que ofrecen información acerca de la *tendencia* que recientemente ha seguido la inflación. Como se muestra a continuación, una parte importante de dicho deterioro puede asociarse de manera directa a los incrementos en los precios internacionales de los alimentos y de otras materias primas.

Entre los indicadores que se han venido utilizando en Informes anteriores para analizar la evolución reciente de la inflación se encuentran sus medias truncadas. En la Gráfica 48 se presentan las correspondientes a la inflación general, a la inflación subyacente (nueva definición que incluye el subíndice de precios de la educación), y a la inflación no subyacente (nueva definición sin educación).

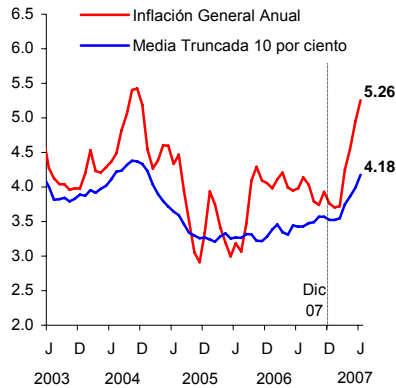
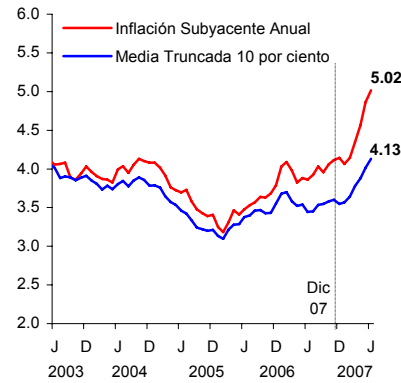
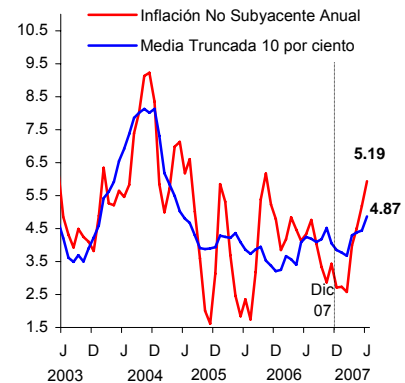
En el caso de la inflación general se observa que durante el segundo trimestre del año, el indicador de media truncada continuó ubicándose por abajo de aquella, y que la brecha entre ambas se ha venido ampliando (Gráfica 48a).<sup>39</sup> No obstante, el indicador de media truncada presentó un incremento, de 3.71 por ciento en marzo, a 4.18 en junio.

Por su parte, al igual que en el caso anterior, el indicador de media truncada de la inflación subyacente continuó ubicándose por debajo de la misma durante el segundo trimestre, mientras que la brecha entre ambas también se acrecentó. Asimismo, la media truncada de la inflación subyacente presentó una trayectoria ascendente (Gráfica 48b). De marzo a junio, este indicador aumentó de 3.77 a 4.13 por ciento. Entre los genéricos cuyas variaciones de precios recientemente se han ubicado hacia el interior de la distribución se encuentran los que pertenecen al subíndice de precios subyacente de los alimentos procesados, reflejando el incremento en las cotizaciones internacionales de los granos, así como las que pertenecen al subíndice de precios subyacente de los servicios asociados a la vivienda, reflejando el alza en el precio internacional de los metales.

Derivado de ajustes en los precios de ciertos genéricos del subíndice de precios de bienes y servicios administrados y concertados, y de incrementos en los precios de algunos productos agropecuarios, durante el segundo trimestre la inflación no subyacente pasó de ubicarse por abajo a hacerlo por arriba de su indicador de media truncada. En particular, durante el trimestre, la referida media truncada presentó un incremento, de 4.52 por ciento en marzo, a 4.87 en junio (Gráfica 48c).

---

<sup>39</sup> Como se ha señalado, esto obedece a que el efecto sobre la inflación general del 10 por ciento extremo del peso del INPC que concentra los genéricos con variaciones mayores en sus precios, 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.

**Gráfica 48**
**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.

Otro grupo de indicadores que permite analizar la evolución reciente de la inflación se obtiene de calcular las proporciones de la canasta del INPC y del índice 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 el caso del INPC, la proporción de la canasta cuyos precios vienen creciendo por arriba de 4 por ciento (área gris Gráfica 49a) aumentó durante el periodo de referencia, al pasar de 43.2 por ciento en marzo, a 48.5 por ciento en junio. Como se mencionó en el Informe anterior, en enero de 2006 este indicador se ubicó en 30.3. por ciento y, a partir de entonces, ha venido mostrando una tendencia al alza. Esta alza ha sido causada, principalmente, por el incremento en los precios de genéricos relacionados con materias primas. En particular, entre enero de 2006 y junio de 2008 este indicador registró un incremento de 18.2 puntos porcentuales.<sup>40</sup> En el Cuadro 10 se presenta un ejercicio donde se estima que, de dicho incremento, 12.9 puntos corresponden a genéricos relacionados con materias primas alimenticias, 1.1 puntos a productos y servicios relacionados con metales; 0.9 puntos a genéricos relacionados con energéticos; y 3.4 puntos a otros bienes y servicios no relacionados directamente con alimentos, metales o energéticos.<sup>41</sup> En efecto, de los 18.2 puntos referidos, alrededor de 15 puntos (más de 80 por ciento) pueden asociarse a los incrementos observados en las cotizaciones de diversas materias primas.

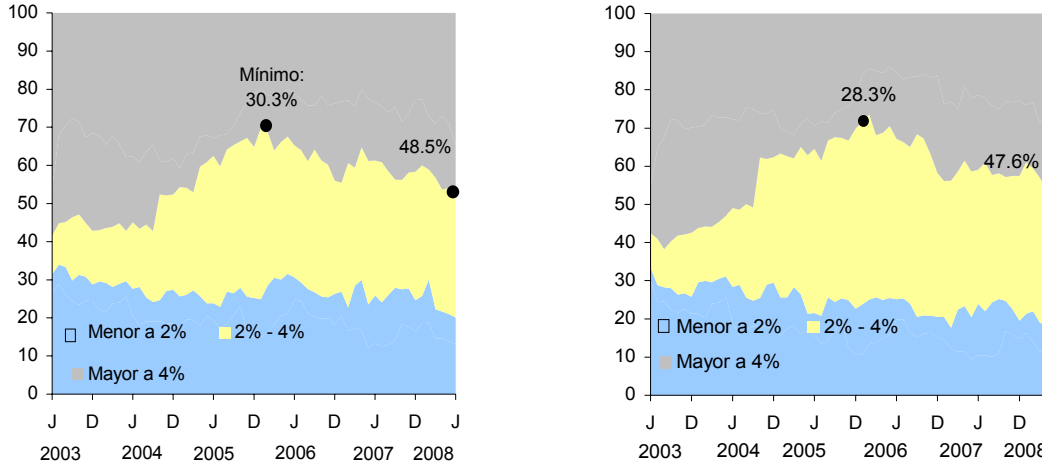
<sup>40</sup> El incremento de 18.2 puntos porcentuales resulta de sumar los ponderadores de aquellos genéricos cuya variación anual en su precio pasó de menos de 4 por ciento en enero de 2006 a 4 por ciento o más en junio de 2008 y, a dicha suma, restarle los ponderadores de los genéricos que pasaron de crecimientos anuales en su precio mayores o iguales a 4 por ciento a incrementos menores a esta cifra en el periodo referido.

<sup>41</sup> La suma de las partes en este ejercicio no coincide con el total debido al redondeo.

**Gráfica 49**  
**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>**

a) INPC  
 Por ciento

b) Subíndice de Precios Subyacente  
 (Nueva Definición)  
 Por ciento



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

**Cuadro 10**  
**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 Junio de 2008**

Ponderadores y Variación Anual en el Precio de Algunos Genéricos Relacionados con Alimentos <sup>1/</sup> Por ciento					
Pond.	Genérico	2006		2008	
		Ene	Dic	Mar	Jun
1.1%	<b>Trigo</b>				
0.22	Pan Blanco	1.68	8.91	15.75	19.17
0.18	Pan de caja	2.00	6.44	13.27	23.82
0.06	Pastelillos y pasteles	1.96	5.36	12.09	17.32
0.14	Pasta para sopa	0.74	0.03	7.06	16.84
0.08	Galletas populares	2.88	4.16	9.17	15.25
0.07	Tortillas de harina de trigo	2.96	5.34	12.00	19.55
0.05	Otras galletas	1.82	2.26	7.19	11.63
0.03	Harinas de trigo	-0.66	5.16	20.80	32.28
0.26	Cereales en hojuela	1.18	3.20	6.28	7.59
2.0%	<b>Azúcar</b>				
0.16	Jugos o néctares envasados	1.18	-3.27	10.21	5.51
0.03	Otras conservas de frutas	1.22	4.60	7.82	9.63
1.45	Refrescos envasados	3.50	4.33	4.03	4.07
0.06	Chocolate	1.93	3.41	6.27	5.45
0.05	Dulces, cajetas y miel	1.92	2.59	6.66	7.04
0.14	Otros licores	0.18	1.88	4.44	5.65
0.12	Rón	1.34	5.14	5.17	6.90
-0.03	Gelatina en polvo	12.31	5.20	7.54	3.81
0.2%	<b>Arroz</b>				
0.15	Arroz	0.44	10.25	12.04	52.92
0.0%	<b>Maíz</b>				
0.02	Maíz	1.43	9.69	9.14	9.46
1.9%	<b>Soya y otras semilla</b>				
1.46	Cerveza	2.44	4.30	6.59	7.65
0.32	Aceites y grasas vegetales comestibles	-3.18	1.23	33.29	53.99
0.14	Atún y sardina en lata	2.72	1.28	7.41	10.86
0.4%	<b>Lácteos</b>				
0.20	Yoghurt	-3.39	-1.56	7.98	4.08
0.10	Crema de leche	2.88	2.77	9.79	7.97
0.10	Queso chihuahua o manchego	3.58	-0.08	20.60	17.37
0.03	Queso amarillo	3.11	1.58	15.62	16.66
7.4%	<b>Otros Alimentos</b>				
1.05	Pollo en piezas	-0.14	8.03	9.92	7.83
0.15	Pollo entero	-3.32	10.91	11.94	9.31
0.19	Pulpa de cerdo	-0.93	1.43	1.07	4.69
0.14	Chuletas y manteca de cerdo	-0.09	-1.33	3.51	9.38
0.03	Pierna	-3.67	-0.49	0.61	4.19
0.07	Cortes especiales de res	2.86	-2.03	4.62	6.73
0.05	Hígado de res	2.75	0.92	5.24	7.14
0.03	Otras vísceras de res	-1.12	-1.07	2.51	8.78
0.45	Jamón	1.67	6.01	3.08	5.90
0.18	Salchichas	2.71	8.01	2.29	7.57
0.16	Chorizo	2.80	4.57	4.73	7.14
0.06	Otros embutidos	1.34	5.39	2.09	6.11
0.09	Camarón	-1.18	-1.31	1.34	5.05
0.09	Mojarra	-1.58	-1.16	5.98	16.56
0.03	Huachinango	-0.88	5.02	4.96	5.11
0.03	Otros pescados y mariscos	0.30	0.42	7.84	7.72
0.53	Huevo	-8.45	15.79	23.49	21.84
0.21	Manzana	3.99	23.53	2.75	11.57
0.06	Uva	-15.15	17.55	5.07	21.93
0.14	Cebolla	-15.76	186.09	-70.62	9.32
0.12	Otras legumbres	-2.93	8.76	0.58	4.37
0.11	Tomate verde	-25.01	77.10	139.27	54.95
0.06	Zanahoria	-11.25	11.83	-38.99	5.79
0.05	Chile poblano	-21.84	39.37	9.62	13.69
0.05	Lechuga y col	1.16	19.80	0.04	6.12
0.05	Chicharo	-0.06	80.47	19.64	11.18
0.03	Chile seco	2.06	-3.73	8.98	9.28
0.05	Verduras envasadas	2.44	-0.75	4.04	6.32
0.04	Puré de tomate y sopas enlatadas	2.17	4.54	3.59	5.24
0.03	Frutas y legumbres prep para bebé	2.60	3.56	5.84	6.79
0.35	Agua embotellada	-1.36	-1.63	4.46	4.36
0.04	Otros condimentos	-0.25	2.56	4.64	5.57
0.22	Barbacoa o birria	2.17	3.38	4.29	4.78
0.13	Pizzas	2.42	3.72	9.01	7.53
0.11	Alimento para mascotas	-0.50	0.63	7.19	11.61
2.33	Restaurantes	3.54	4.49	3.76	4.48
0.42	Cantinas	2.65	2.84	3.64	4.62
-0.16	Retazo	4.31	-1.04	2.44	3.98
-0.09	Otros pescados	4.60	2.47	-1.86	-1.69
-0.14	Naranja	12.51	10.41	-4.30	-25.49
-0.09	Mango	7.24	13.40	-19.17	-0.24
-0.03	Toronja	6.42	4.04	-3.77	-10.40
-0.03	Guayaba	13.62	6.66	3.87	1.89
-0.02	Ejotes	7.31	-18.44	-16.63	-2.59
12.9%	<b>Materias Primas Relacionadas con Alimentos</b>				

Ponderadores y Variación Anual en el Precio de Algunos Genéricos Relacionados con Metales <sup>1/</sup> Por ciento					
Pond.	Genérico	2006		2008	
		Ene	Dic	Mar	Jun
0.85	Mantenimiento de vivienda materiales	3.47	5.87	4.54	5.36
0.05	Baterías de cocina	2.41	2.19	6.26	6.41
0.03	Otros utensilios de cocina	-0.06	1.23	6.79	6.67
0.18	Navajas y máquinas de afeitar	-2.75	2.49	4.03	5.42
1.1%	<b>Materias Relacionadas con Metales</b>				

Ponderadores y Variación Anual en el Precio de Algunos Genéricos Relacionados con Energéticos <sup>1/</sup> Por ciento					
Pond.	Genérico	2006		2008	
		Ene	Dic	Mar	Jun
2.27	Electricidad	3.71	5.07	6.26	9.90
1.32	Autobús urbano	3.62	5.87	4.10	4.26
0.50	Autobús foráneo	3.02	2.49	5.48	4.42
-3.19	Gasolina de bajo octanaje	5.99	5.59	3.74	3.52
0.9%	<b>Materias Primas Relacionadas con Energéticos</b>				

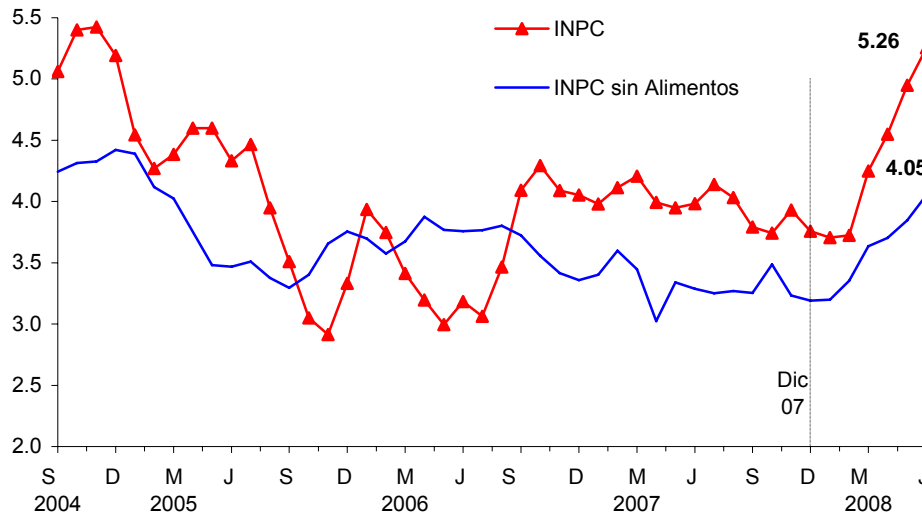
Ponderadores y Variación Anual en el Precio de Algunos Genéricos No Relacionados con Alimentos, Metales y/o Energéticos <sup>1/</sup> Por ciento					
Pond.	Genérico	2006		2008	
		Ene	Dic	Mar	Jun
0.9%	<b>Otras Mercancías</b>				
0.07	Antecomedores	-0.22	0.93	6.02	4.61
0.02	Calentadores para agua	3.87	3.00	5.20	5.30
0.16	Colchones	3.06	6.32	3.26	6.58
0.10	Recámaras	2.51	1.65	4.26	4.33
0.04	Cerillos	1.46	3.36	5.05	4.30
0.06	Otros blancos para el hogar	3.18	2.86	4.89	4.22
0.38	Suavizantes y limpiadores	1.61	2.60	3.06	5.06
0.16	Blanqueadores	-0.20	5.87	2.41	4.78
0.15	Jabón para lavar	3.44	0.51	16.48	17.46
0.09	Desodorantes ambientales	0.53	0.09	3.47	4.81
0.06	Dermatológicos	3.93	5.40	3.34	4.08
0.39	Jabón de tocador	2.75	2.76	4.07	7.95
0.03	Acumuladores	3.17	7.45	14.48	17.58
0.13	Servilletas de papel	2.98	2.27	3.63	5.15
-0.14	Analgésicos	7.14	9.60	3.68	2.42
-0.09	Expectorantes y descongestivos	7.06	4.10	4.33	2.85
-0.09	Otros medicamentos	9.55	8.45	2.91	3.21
-0.07	Prótesis dentales	4.02	3.05	3.49	3.91
-0.39	Pañales	6.66	4.13	2.67	3.73
-0.08	Pañuelos desechables	4.36	3.98	2.84	3.60
-0.06	Otras refacciones	4.83	3.96	2.44	2.57
2.3%	<b>Otros Servicios</b>				
0.43	Mantenimiento de vivienda servicios	2.10	4.84	4.36	4.01
1.49	Servicio doméstico	3.11	5.05	5.20	5.10
0.83	Consulta médica	3.53	4.59	5.38	5.75
0.24	Cuidado dental	3.19	4.27	4.32	4.72
0.06	Atención médica durante el parto	2.88	2.72	3.65	5.21
0.43	Corte de cabello	2.97	5.47	4.35	6.52
0.15	Mantenimiento de automóvil	3.63	4.43	5.52	4.96
-0.28	Operación quirúrgica	5.01	2.71	2.92	3.21
-0.16	Hospitalización parto	4.36	4.72	4.15	3.65
-0.14	Análisis clínicos	4.27	3.45	2.05	2.32
-0.04	Análisis clínicos durante el embarazo	4.17	4.69	1.53	1.82
-0.17	Reparación de automóvil	4.13	4.91	4.33	3.98
-0.19	Club deportivo	5.32	6.92	3.63	3.14
-0.13	Espectáculos deportivos	5.14	4.10	2.28	2.87
-0.24	Carrera corta	6.14	4.38	4.48	3.89
0.2%	<b>Concertados</b>				
0.18	Impuesto predial	3.37	3.66	19.84	19.80
3.4%	<b>Bienes y Servicios no Relacionados con Alimentos, Metales y/o Energéticos</b>				

1/ Las variaciones anuales en los precios de los genéricos menores o iguales a 2 por ciento; entre 2 y 4 por ciento, y mayores o iguales 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 49 de este Informe.



Un indicador adicional que permite analizar la evolución reciente de la inflación anual excluyendo los efectos de los incrementos en los precios de los alimentos (tanto alimentos procesados del índice de precios subyacente, como agropecuarios del índice de precios no subyacente) se presenta en la Gráfica 50. Durante el segundo trimestre, dicho indicador continuó mostrando una trayectoria ascendente, para ubicarse en 4.05 por ciento en junio.

**Gráfica 50**  
**Indicador de Inflación sin Alimentos<sup>1/</sup>**  
Variación anual en por ciento

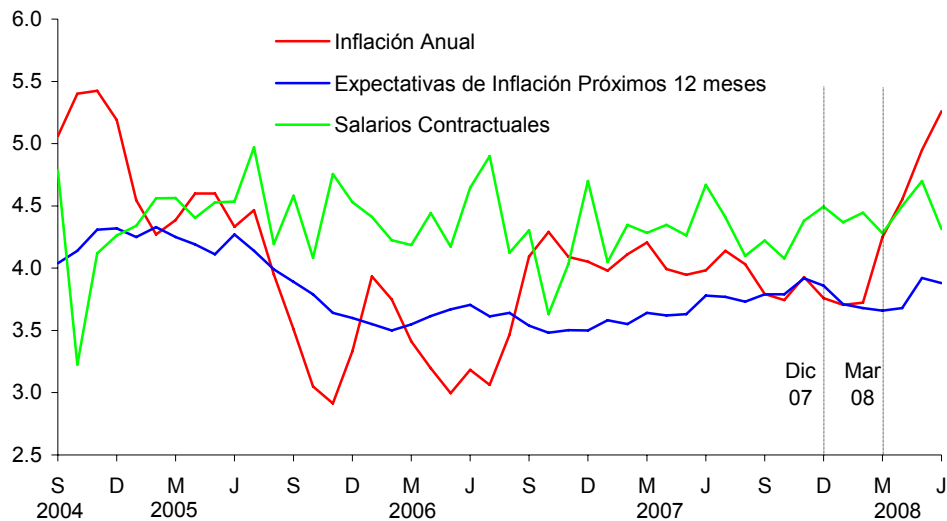


<sup>1/</sup> El indicador de inflación sin alimentos excluye de la canasta del INPC los genéricos del grupo de bienes agropecuarios y del grupo de alimentos procesados y bebidas del subíndice subyacente de mercancías (no se excluyen los genéricos asociados al tabaco). Este indicador representa el 77.86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

En suma, de la evolución de los indicadores *retrospectivos* que describen el comportamiento reciente de la inflación, así como de la de algunos de sus subíndices, sigue resaltando el hecho de que el repunte reciente de la inflación puede asociarse, en su mayor parte, a la evolución de las cotizaciones de las materias primas en los mercados internacionales. En efecto, al comparar los indicadores de inflación para México con los de otros países, tal y como se hace en el Recuadro 1, se deriva que, dada la magnitud, frecuencia e intensidad de las perturbaciones a la inflación que se han experimentado a nivel mundial, la inflación en nuestro país ha mostrado un repunte de menor magnitud que el registrado en muchos otros países. Para profundizar en este punto, a continuación se analiza la evolución reciente de un segundo grupo de indicadores de la inflación, que más bien poseen información *prospectiva* sobre la misma.

Los indicadores salariales forman parte de este grupo. Como se señala en la sección 3.3.1 de este Informe, diversos indicadores salariales recientemente han presentado un movimiento lateral. Entre éstos se encuentran los salarios contractuales de las empresas de jurisdicción federal, que en el segundo trimestre presentaron una variación anual de 4.5 por ciento en promedio (Gráfica 51). La evolución de otros indicadores sobre los salarios en la economía, mostrados en la sección antes referida, también ha sido estable.

**Gráfica 51**  
**Inflación Anual, Expectativas de Inflación y Variación Anual en los**  
**Salarios Contractuales<sup>1/</sup>**  
 Por ciento anual



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

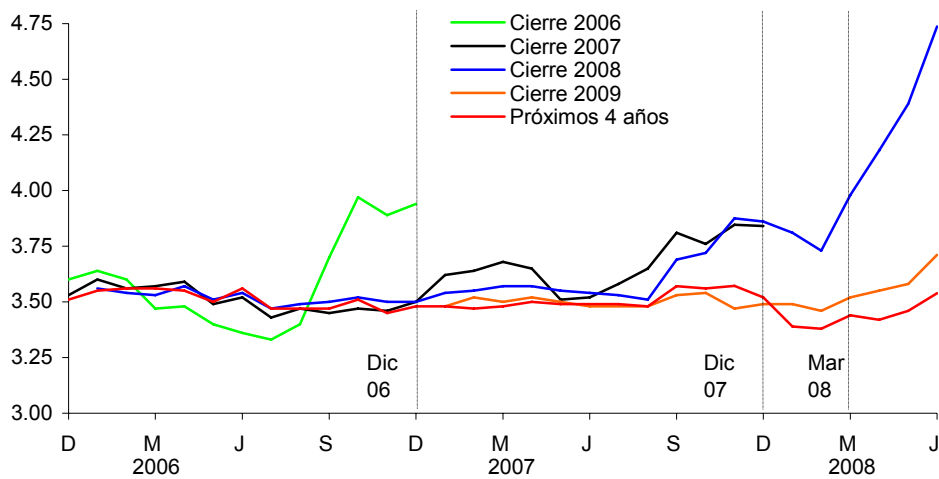
En lo que se refiere a los indicadores de la encuesta que recaba mensualmente el Banco de México entre analistas económicos del sector privado, acerca de las expectativas de inflación, durante el segundo trimestre se observó un incremento en aquéllas referidas a horizontes de menor plazo. En efecto, en la medida en que la inflación ha venido registrando niveles mayores a los anticipados en los últimos meses, las expectativas de inflación general anual para el cierre de 2008 se han venido revisando al alza. En particular, la media de las respuestas aumentó de 3.98 por ciento en marzo, a 4.74 por ciento en junio (Gráfica 52).<sup>42</sup>

Sin embargo, las expectativas de inflación general anual para el mediano y largo plazos (cierre de 2009 y promedio para los siguientes 4 años), permanecen relativamente bien “ancladas”. Así, la media de las expectativas correspondientes al cierre de 2009 aumentó de 3.52 por ciento en marzo, a 3.71 por ciento en junio, mientras que la media de las que se refieren al promedio para los siguientes 4 años aumentó de 3.44 a 3.54 por ciento en el mismo periodo (Gráfica 52).<sup>43</sup>

<sup>42</sup> En el caso de las expectativas recabadas por la encuesta de Infosel, la media de las correspondientes al cierre de 2008 se incrementó de 3.99 el 28 de marzo a 5.04 por ciento el 25 de julio.

<sup>43</sup> La media de las expectativas de inflación general anual recabadas por Infosel para el cierre de 2009 aumentó de 3.47 el 28 de marzo a 3.80 por ciento el 25 de julio. Por su parte, la media de las correspondientes al promedio de los siguientes 4 años se incrementó de 3.41 a 3.59 en el mismo periodo.

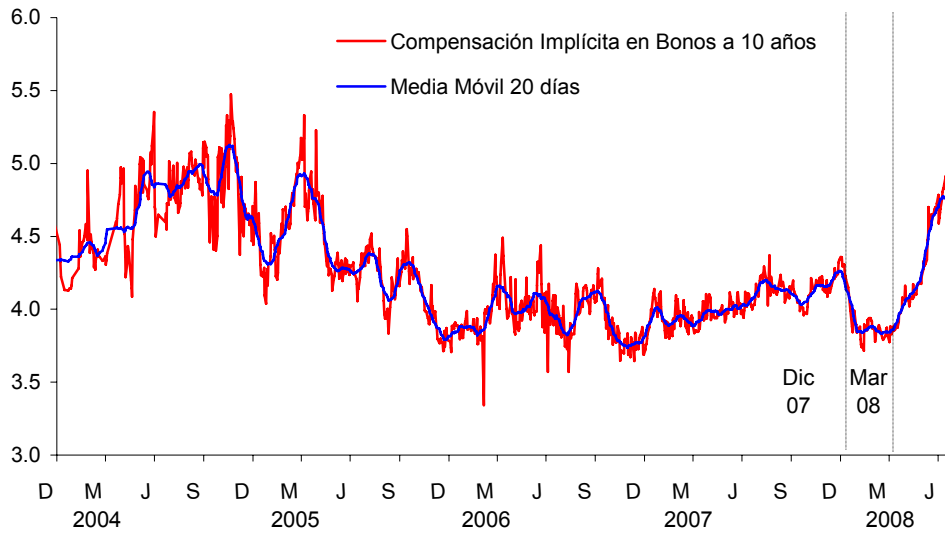
**Gráfica 52**  
**Expectativas de Inflación General Anual: Encuesta Banco de México**  
 Por ciento anual



Otro indicador que ofrece información acerca de las perspectivas inflacionarias de largo plazo de los agentes económicos es la compensación por inflación (expectativa de inflación más una prima por riesgo inflacionario) implícita en los bonos de largo plazo (10 años). En la Gráfica 53 se puede apreciar que este indicador registró un incremento de niveles cercanos a 3.85 por ciento hacia finales de marzo, a niveles cercanos a 4.80 por ciento hacia mediados de julio.

No obstante, es importante analizar las razones de este incremento. Por un lado, la magnitud del mismo pudiera estar afectada por factores relacionados con la (escasa) liquidez de algunos bonos ante la volatilidad que se ha observado recientemente en los mercados financieros. Por otro, la estabilidad de los indicadores de expectativas de inflación de mayor plazo provenientes de las encuestas (Gráfica 52) sugiere que una parte importante del incremento en el indicador de la compensación por inflación obedece a aumentos en las primas de riesgo. Ello, a su vez, estaría reflejando la materialización de diversos riesgos que ha presentado la inflación en los últimos meses.

**Gráfica 53**  
**Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo**  
 Por ciento anual



En resumen, durante los últimos meses se plasmaron diversos riesgos inflacionarios sobre los cuales ha estado alertando el Instituto Central. Con el objetivo que el consecuente repunte de la inflación no afectara el “anclaje” de las expectativas de inflación de mediano plazo y, por consiguiente, el proceso de formación de precios en la economía, la Junta de Gobierno del Banco de México restringió su postura de política en junio y julio. Hasta ahora, el repunte de la inflación no parece haber afectado el referido “anclaje” de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo lo que, a su vez, se puede apreciar de la estabilidad de los indicadores salariales. En este contexto, es claro que se espera que, dadas las condiciones que actualmente muestra la economía, la mayor astringencia en la postura monetaria contribuya a mejorar de manera significativa el balance de riesgos sobre la inflación.

En efecto, es importante resaltar que uno de los canales de transmisión más relevantes de la política monetaria es su influencia sobre las expectativas de inflación de mediano y largo plazo (Recuadro 4). Si ante la presencia de choques que afectan los costos de producción de las empresas, los agentes económicos revisan dichas expectativas al alza, se eleva la probabilidad de que las empresas nuevamente vean incrementados sus costos, retroalimentándose el proceso descrito. Si, por el contrario, las referidas expectativas permanecen estables, se reduce el riesgo de que las empresas revisen al alza frecuentemente sus precios. Por consiguiente, para mantener la estabilidad de precios, la política monetaria debe orientar sus acciones a mantener las expectativas de inflación de mediano y largo plazo bien “ancladas”.

**Recuadro 4**  
**Expectativas de Inflación en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria**

Un banco central no tiene control directo sobre los precios, ya que éstos se determinan como resultado de la interacción entre la oferta y demanda en los diversos mercados de bienes o servicios. No obstante, a través de la política monetaria el banco central puede influir sobre el proceso de determinación del nivel general de precios.

En términos generales, el mecanismo de transmisión de la política monetaria puede ser definido como la forma en la cual, cambios inducidos por el banco central en las condiciones bajo las cuales satisface las necesidades de liquidez de la economía afectan al resto de las variables económicas y, en particular, a la inflación. Los efectos de la política monetaria sobre ésta última operan con rezagos largos y variables. Por ello, para la autoridad monetaria es fundamental conocer los efectos que sus acciones tienen sobre algunos aspectos clave del funcionamiento de la economía, particularmente, sobre el proceso de determinación de precios.

Al modificar las condiciones de provisión de liquidez, la política monetaria, en general, tiene un efecto sobre las tasas de interés de corto plazo. Sin embargo, el efecto sobre los precios tiene lugar a través de los efectos de la política monetaria sobre los determinantes de la oferta y demanda agregada, mismas que se ven afectadas tanto por las tasas de interés de corto plazo como por las de largo plazo. Por consiguiente, un aspecto que resulta clave para entender el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria es el grado con el cual las tasas de interés de corto plazo afectan al resto de las tasas de interés.

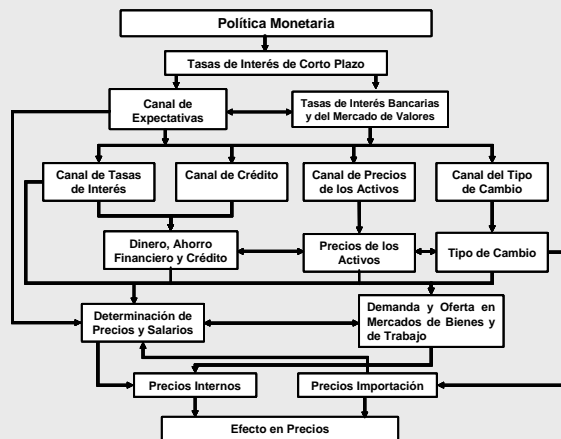
En el Diagrama 1 se ilustra, de manera general, el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En una primera etapa, la transmisión de la tasa de interés de corto plazo al resto de la curva de rendimientos tiene lugar en los mercados financieros. El efecto de la política monetaria sobre las tasas de interés de mediano y largo plazo depende de las expectativas que los agentes económicos tengan acerca de la trayectoria futura de la tasa de interés de corto plazo y de su percepción de riesgo inflacionario para los distintos horizontes. Estos determinantes dependen, a su vez, de las propias expectativas de los agentes económicos sobre la inflación y la actividad económica.

Es importante señalar que la política monetaria afecta de forma diferenciada a las distintas tasas que componen la estructura intertemporal de tasas de interés. Ante un deterioro de las expectativas de inflación, un incremento en la tasa de interés de corto plazo inducido por una restricción en la postura de política monetaria, tiende a generar incrementos de menor magnitud, e incluso reducciones, en las tasas de interés de mayor plazo. Lo anterior da lugar a un “aplanamiento” en la curva de rendimientos. Es importante señalar que este “aplanamiento” suele presentarse en la medida en que el compromiso de la autoridad monetaria con la estabilidad de precios sea

creíble, es decir, mientras las expectativas de inflación permanezcan bien ancladas.

Como se ilustra en el Diagrama 1, una vez que la política monetaria afecta las tasas de interés, entran en operación diversos mecanismos o canales de transmisión. Entre ellos se encuentran los canales tradicionales (el canal de tasa de interés, el canal de crédito, el canal de precio de los activos y el canal del tipo de cambio) y el canal de expectativas. Sobre este último canal, cabe señalar que en los últimos años se ha venido reconociendo cada vez más su importancia en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Ello obedece a que las expectativas sobre la evolución futura de la economía, en particular sobre la trayectoria futura de inflación, de actividad económica y de las tasas de interés afectan las decisiones presentes y futuras de gasto de los hogares y las empresas así como el proceso de determinación de precios y salarios.

**Diagrama 1**  
**El Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria**



**I. Los Canales Tradicionales de Transmisión de la Política Monetaria**

A continuación se describen brevemente los canales tradicionales del mecanismo de transmisión de la política monetaria y se presentan algunas consideraciones sobre su funcionamiento en la economía mexicana.

**a) El Canal de Tasas de Interés**

El canal tradicional de la tasa de interés funciona directamente a través de la demanda agregada. Como se mencionó, un aumento inducido por la política monetaria en la tasa de interés de corto plazo se transmite al resto de la curva de rendimientos y, en presencia de rigideces nominales, conduce a un alza en las tasas de interés reales. En consecuencia, el costo del crédito para las empresas cambia, afectando los planes de gasto en capital de trabajo e inversión y, con ello, a la demanda agregada. Por otra parte, una mayor tasa de interés real genera un cambio en el precio relativo entre consumo presente y futuro y, por lo tanto,

una sustitución intertemporal del consumo de los hogares que reduce la demanda agregada actual. Finalmente, la reducción en la demanda agregada da lugar a una menor inflación.

En años recientes en México, la convergencia a una inflación baja y estable ha contribuido a reducir la incertidumbre acerca del nivel de la tasa de interés real, lo que ha propiciado que este canal funcione con mayor efectividad.

#### **b) El Canal de Crédito**

El canal de crédito bancario funciona a través de los efectos de la política monetaria sobre la oferta de crédito bancario. El incremento en las tasas de interés que resulta de la restricción en la postura de política monetaria puede dar lugar a una menor oferta de crédito. Un alza en la tasa de interés real puede implicar mayor riesgo en la recuperación de la cartera de crédito. Ante ello, es común observar que los bancos moderen su oferta de crédito. Finalmente, una menor oferta de crédito reduce el gasto agregado (inversión, capital de trabajo y consumo) de los deudores dependientes del crédito bancario y, eventualmente, la inflación.

En México, en los años posteriores a la crisis de 1995, la reducción en el crédito bancario dio lugar a que la efectividad de la política monetaria a través de este canal (y del canal tradicional de tasas de interés) se redujera de manera importante. Sin embargo, en años recientes, el crédito de los bancos comerciales al sector privado no financiero se ha recuperado significativamente y, en consecuencia, este canal ha venido cobrando mayor importancia. En un entorno de estabilidad de precios, es de esperarse que este canal continúe fortaleciéndose en el futuro.

#### **c) El Canal de Tipo de Cambio**

Un aumento en las tasas de interés, inducido por la política monetaria, hace más atractivos los instrumentos financieros de los mercados internos en relación con los activos financieros de los mercados externos. Esto a su vez puede dar lugar a una apreciación del tipo de cambio nominal que, cuando los precios internos se ajustan lentamente, propicia que los bienes internos se encarezcan con respecto a los bienes producidos en el extranjero. Así, el incremento en las tasas de interés lleva a una reducción en las exportaciones netas y, con ello, a una disminución en la demanda agregada, que eventualmente se traduce en una menor inflación.

Por otra parte, una apreciación del tipo de cambio significa una disminución en el costo de los insumos importados, que se traduce en menores costos para las empresas y permite una expansión de la oferta agregada que también contribuye a una menor inflación. A este respecto, es importante señalar que el traspaso de la inflación externa a la inflación interna consta de dos componentes: el traspaso del tipo de cambio nominal (*pass-through*) y los precios externos.

En México, hasta hace unos años, existía un elevado traspaso del tipo de cambio nominal a los precios en virtud de que las variaciones en éste último eran percibidas, en general, como permanentes. En consecuencia, cambios en el tipo de cambio constituían una señal importante para la formación de expectativas de inflación. No obstante, en años recientes, el régimen

de tipo de cambio flexible y la transición a un equilibrio con inflación baja y estable han contribuido a que los movimientos de corto plazo del tipo de cambio nominal contengan menos información acerca del proceso de determinación de precios. En contraparte, la importancia relativa de los precios externos como determinantes de las presiones inflacionarias se ha visto incrementada.

#### **d) El Canal del Precios de Otros Activos**

La política monetaria, al afectar las condiciones financieras de la economía y las expectativas de los agentes económicos puede tener un efecto sobre el precio de otros activos, como son los valores privados y gubernamentales, las acciones y los activos inmobiliarios. Cambios en los precios de estos activos pueden generar, a su vez, efectos riqueza en los hogares y las empresas y con ello afectar las decisiones de gasto en la economía.

En economías desarrolladas que tienen acceso a un conjunto amplio de activos financieros e inmobiliarios y donde estos activos pueden ser utilizados como respaldo para el gasto en consumo, reducciones en los precios de activos generadas por un aumento en la tasa de interés, pueden propiciar una reducción en el gasto de los hogares. Para las empresas, una reducción en el precio de sus acciones, como resultado del aumento en las tasas de interés, hace que la inversión sea más costosa. A nivel agregado, una reducción en los precios de las acciones reduce la inversión, la demanda agregada y, eventualmente, la inflación. No obstante, en economías en las que el nivel de desarrollo de los mercados financieros no permite utilizar la riqueza hipotecaria para financiar el gasto de consumo, o donde la participación de las empresas en el mercado de capitales es reducida, la importancia de este canal en el mecanismo de transmisión de la política monetaria es limitada.

### **II. El Canal de Expectativas en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria**

En el Diagrama 1, el canal de expectativas de inflación se encuentra a un nivel superior al de los otros canales. Ello se debe a que tiene un efecto directo sobre la determinación de los precios y salarios y sobre el resto de los canales de transmisión.

Las decisiones de política monetaria tienen efectos sobre las expectativas de los agentes económicos acerca de la evolución futura de la economía, en particular sobre la trayectoria futura de la inflación. Con base en dichas expectativas, las empresas y los hogares toman decisiones de consumo, ahorro, inversión y trabajo, las cuales afectan la determinación de precios y salarios.

Cuando el compromiso de la política monetaria para mantener una inflación baja es creíble, su eficacia se fortalece con la posibilidad de afectar las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. Así, cuando existe credibilidad en este compromiso ante un choque que estimula la demanda (por ejemplo, un incremento temporal en el gasto público) los agentes anticiparían que el banco central contrarrestaría el efecto de ese choque a través de condiciones monetarias más restrictivas. Dicha percepción de los agentes "ancla" las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y, en consecuencia, el riesgo de que las negociaciones

salariales y el proceso de determinación de precios se vean contaminados se reduce.

Por otra parte, ante un choque de oferta que incrementa los costos de producción de las empresas, se esperaría que la política monetaria tome las acciones necesarias para que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo no se vean contaminadas, para evitar así, efectos de segunda ronda sobre los precios y, consecuentemente, sobre la inflación. En este caso, si las empresas y los hogares anticipan este tipo de reacción por parte de la autoridad monetaria, en general, el banco central tendría mayor flexibilidad para acomodar el impacto inicial del choque sobre la inflación, sin que ello comprometa el “anclaje” de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.

La credibilidad en la política monetaria permite que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo permanezcan “ancladas”, a pesar de que pudieran existir presiones inflacionarias en el corto plazo.

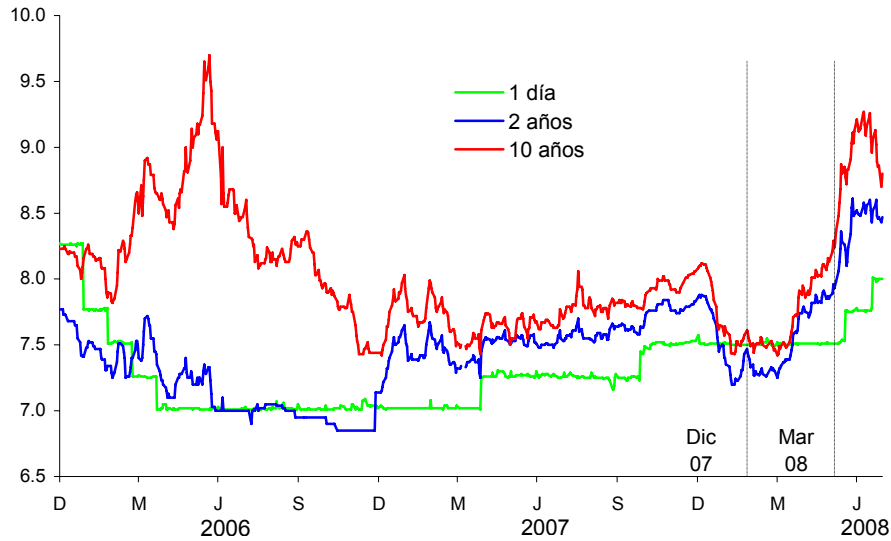
Investigaciones realizadas en el Banco de México muestran que en años recientes, la efectividad de la política monetaria en México para contrarrestar las presiones inflacionarias no puede ser explicada en su totalidad sin considerar el canal de expectativas. El compromiso de la política monetaria con la estabilidad de precios ha ganado credibilidad, entre otros factores, gracias a una respuesta adecuada ante los choques inflacionarios. Los beneficios de esta credibilidad se han visto reflejados en un “anclaje” de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo que, a su vez, ha propiciado que la importancia relativa del canal de expectativas en el mecanismo de transmisión de la política monetaria en México se haya incrementado.

El repunte registrado por la inflación, así como las acciones recientes de política monetaria, se han visto reflejados en la evolución de la curva de rendimientos. Después del aplanamiento que se observó durante el primer trimestre del año (Gráfica 54 y Gráfica 55), a partir de abril las tasas de interés en México comenzaron a registrar incrementos importantes, reflejo de la referida materialización de diversos riesgos que ha enfrentado la inflación.<sup>44</sup> El incremento en la parte larga de la curva (30 años) fue de aproximadamente 180 puntos base de finales de marzo a finales de junio, mientras que los rendimientos de mediano plazo (2 años) registraron un aumento de aproximadamente 130 puntos base (Cuadro 11 y Gráfica 55), conduciendo a un *empinamiento* de la curva de rendimientos. Como se mencionó, es posible que una parte importante del incremento en las tasas de mayor plazo haya reflejado una mayor demanda de prima de riesgo contra la inflación por parte de los agentes económicos.

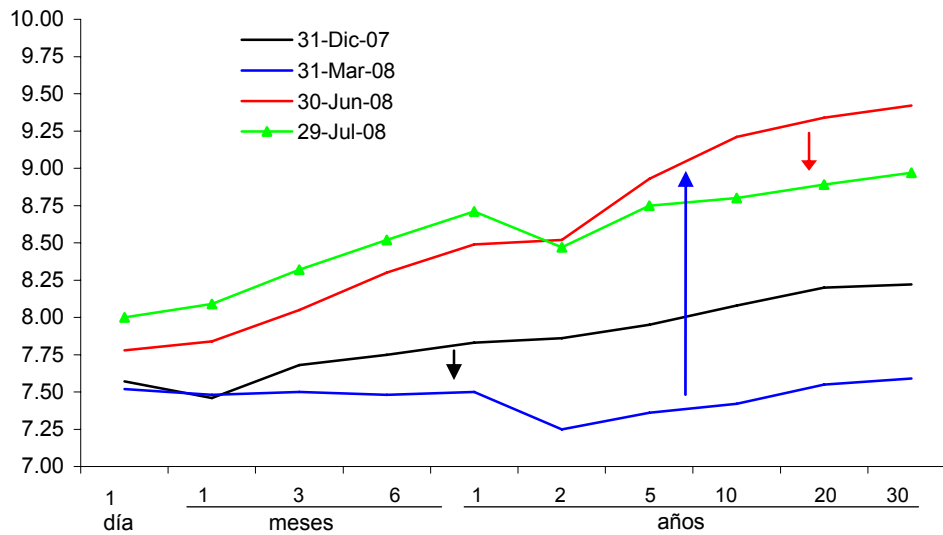
Posteriormente, durante julio se ha observado un *aplanamiento* (tanto por un incremento en las tasas de menor plazo, como por una disminución en las tasas de mayor plazo con respecto a las del cierre del trimestre) en la curva de rendimientos, en respuesta a las acciones tomadas por la Junta de Gobierno del Instituto Central. Es importante mencionar que si bien la pendiente de la misma continúa siendo mayor a la registrada a finales de marzo (el diferencial entre la tasa de interés de 30 años y la de 2 años se ubicó en 50 puntos base el 29 de julio, mientras que el 31 de marzo se había ubicado en 34 puntos base), en los días previos a la publicación de este Informe los réditos para plazos mayores mostraban una tendencia a reducirse.

<sup>44</sup> Si bien en Informes anteriores la información referente a la curva de rendimientos se ha presentado en términos de los promedios observados durante cada trimestre, en esta ocasión en la Gráfica 55 se presenta la información correspondiente al cierre de cada trimestre para ilustrar con mayor claridad los movimientos que durante los últimos meses se han registrado en las tasas de interés.

**Gráfica 54**  
**Tasas de Interés en México**  
Por ciento



**Gráfica 55**  
**Curva de Rendimientos en México**  
Por ciento



**Cuadro 11**  
**Curva de Rendimientos en México**  
Por ciento

Plazo	31-Mar-08	30-Jun-08	29-Jul-08
1 día <sup>1/</sup>	7.52	7.78	8.00
6 meses	7.48	8.30	8.52
2 años	7.25	8.52	8.47
10 años	7.42	9.21	8.80
30 años	7.59	9.42	8.97

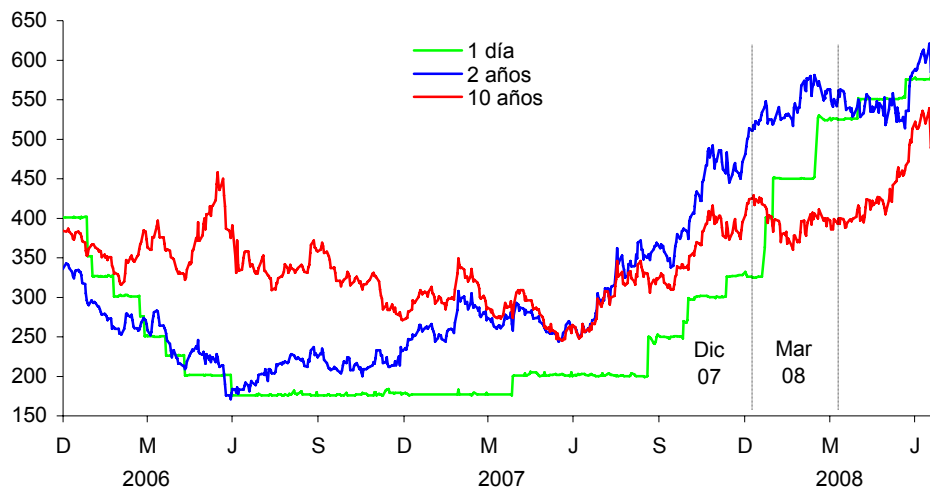
<sup>1/</sup> Corresponde a la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.



Por lo que se refiere a los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos, aún cuando las tasas de interés en dicho país presentaron incrementos de finales de marzo a finales de junio, los diferenciales registraron alzas debido a que los aumentos en las tasas de interés en México en ese mismo periodo fueron de mayor magnitud, especialmente en el caso de los instrumentos de mayor plazo (Gráfica 56). En particular, el diferencial de tasas de interés a 10 años entre ambos países aumentó aproximadamente 165 puntos base en el periodo referido, mientras que el correspondiente a las tasas de interés a 2 años lo hizo en alrededor de 120 puntos base. Como se mencionó, durante julio las tasas de interés de mayor plazo en México han presentado una disminución, con lo que una parte del incremento referido en los diferenciales de tasas de interés de mayor plazo entre ambos países se ha revertido.

Finalmente, cabe señalar que en parte como respuesta a la ampliación del diferencial de los réditos que se registró durante el segundo trimestre, el tipo de cambio nominal del peso con respecto al dólar de los Estados Unidos mostró una importante apreciación durante ese periodo (Gráfica 57).

**Gráfica 56**  
**Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos**  
 Puntos base



**Gráfica 57**  
**Tipo de Cambio Nominal**  
Pesos por dólar de EEUU



## 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 externas:

- i) La revisión reciente de las perspectivas de crecimiento del PIB de Estados Unidos sugiere que la actividad económica se mantendrá débil por un periodo mayor al anticipado hasta hace poco. Las proyecciones más recientes de los analistas ubican al crecimiento real del PIB en 1.6 por ciento en 2008, y el de la producción industrial lo estiman en 0.1 por ciento.<sup>45</sup> Como se ha comentado, los riesgos a la baja asociados a esta previsión son considerables, particularmente a la luz de que los problemas en el sector residencial en Estados Unidos no han concluido.
- ii) Se anticipa que los mercados financieros internacionales continúen viéndose afectados por la incertidumbre que prevalece en torno a las pérdidas en algunas instituciones financieras.

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 crecimiento del PIB en términos reales sea de entre 2.25 y 2.75 por ciento.

**Empleo:** se anticipa un incremento de 370 mil plazas para 2008 (número de trabajadores asegurados en el IMSS).<sup>46</sup>

**Cuenta Corriente:** se prevé que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se ubique en 0.5 por ciento del PIB en 2008.

El escenario macroeconómico referido está condicionado a las previsiones que, con base en la información más reciente, se tienen acerca de la economía de Estados Unidos y de las condiciones en los mercados financieros internacionales. De ahí que:

- i) Una desaceleración de la actividad económica en ese país mayor a la prevista podría conducir a un menor crecimiento de las exportaciones no petroleras mexicanas, así como a un menor flujo de remesas familiares, al deteriorarse sus condiciones de empleo.
- ii) En la medida en que la incertidumbre en los mercados financieros internacionales se llegara a acentuar, podrían observarse condiciones crediticias más astringentes para el acceso de las economías emergentes a los mercados internacionales de capital, entre ellas México.

<sup>45</sup> Estas cifras reflejan la información más reciente sobre las proyecciones de un amplio grupo de analistas.

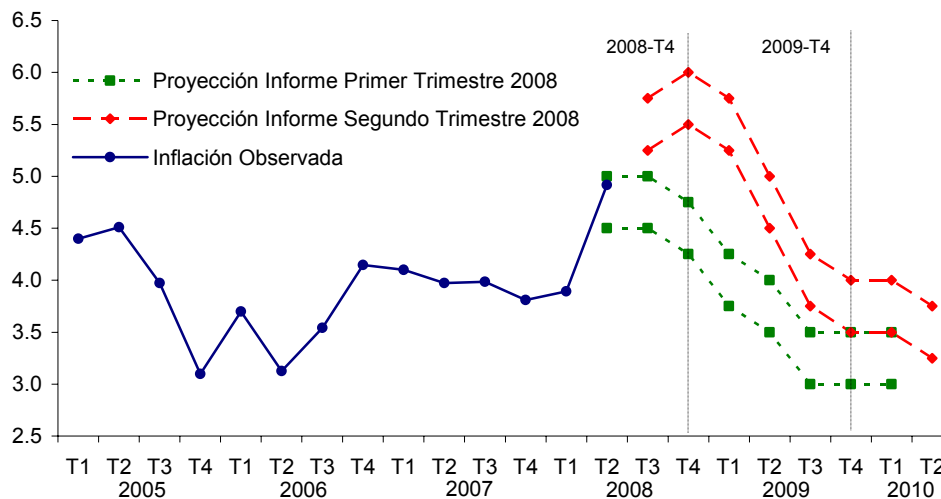
<sup>46</sup> Esta estimación ya incorpora la corrección que en mayo efectuó el IMSS a los datos de trabajadores asegurados.

- iii) El debilitamiento de los indicadores de confianza en Estados Unidos ha sido acentuado y ello también ha ocurrido en algunos otros países industriales. Tal deterioro, aunado a posibles revisiones a la baja de los pronósticos de la actividad económica en esos países, podrían afectar adversamente a las expectativas relativas a la economía mexicana. Un deterioro de los indicadores de confianza y clima de negocios en México mayor al que se ha observado podría verse reflejado también en una desaceleración más pronunciada del gasto del sector privado.

**Inflación:** El pronóstico revisado de la inflación general anual presenta un ajuste al alza con relación al que se dio a conocer en el Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2008. En promedio, el desplazamiento de la banda para los siete trimestres considerados es de 89 puntos base.

En la Gráfica 58 y el Cuadro 12 se muestra la previsión actual sobre el intervalo al interior del cual se espera se sitúe el promedio de la inflación para cada uno de los trimestres en el horizonte de pronóstico.

**Gráfica 58**  
**Inflación General Anual y Proyección de Escenario Base**  
**Promedio trimestral en por ciento**



**Cuadro 12**  
**Proyección Escenario Base de Inflación General Anual**  
 Promedio trimestral en por ciento

Trimestre	Proyección Informe Primer Trimestre 2008	Proyección Informe Segundo Trimestre 2008
2008-I	3.89 <sup>1/</sup>	3.89 <sup>1/</sup>
2008-II	4.50 – 5.00	4.92 <sup>1/</sup>
2008-III	4.50 – 5.00	5.25 – 5.75
2008-IV	4.25 – 4.75	5.50 – 6.00
2009-I	3.75 – 4.25	5.25 – 5.75
2009-II	3.50 – 4.00	4.50 – 5.00
2009-III	3.00 – 3.50	3.75 – 4.25
2009-IV	3.00 – 3.50	3.50 – 4.00
2010-I	3.00 – 3.50	3.50 – 4.00
2010-II	—	3.25 – 3.75

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

La revisión del pronóstico obedece, en primer lugar, a la trayectoria alcista en los últimos meses de las materias primas alimenticias, metálicas y energéticas en los mercados internacionales, que fue más acentuada que la anticipada en los mercados a futuro al finalizar el trimestre anterior. Además, a pesar que durante julio se ha observado un descenso en los precios spot de algunas materias primas alimenticias como el maíz y la soya, y energéticas como el petróleo y el gas natural, es previsible que el traspaso de los elevados niveles que dichas cotizaciones han alcanzado a los precios al consumidor aún no ha concluido. En efecto, la previsión actual incorpora el hecho de que todavía existen presiones latentes sobre la inflación provenientes de las alzas previas en las cotizaciones de las materias primas. Finalmente, el ritmo de corrección del subsidio a los energéticos en nuestro país se ha incrementado. Ello se ha dado por medio de dos vías: por un lado, como ya se mencionó, el precio internacional de la gasolina y del gas, entre otros, se ha reducido; por otro, los deslices que se han venido aplicando a los precios domésticos se han incrementado. La revisión del pronóstico por arriba inclusive de lo sugerido en el boletín de política monetaria del mes de julio es atribuible, en buena medida, a este último factor.

Por otra parte, debe resaltarse que la nueva previsión también responde a los siguientes factores:

- i) Si bien se espera que los precios internacionales de las materias primas se mantengan elevados, la trayectoria reciente y/o las cotizaciones a futuro para varias de ellas sugieren un mejor panorama para los próximos meses. Tal es el caso de los energéticos y de ciertos granos, como el trigo. Un determinante importante de ello es el fuerte debilitamiento de la actividad económica a nivel global. En particular, el panorama sobre el crecimiento en Estados Unidos, en la zona del euro, así como en Japón, no es alentador. Por su parte, los pronósticos de crecimiento para diversas economías emergentes también se han venido revisando a la baja, aunque en menor medida. En consecuencia, hacia adelante sería de esperarse que este conjunto de factores contribuya a aliviar las presiones inflacionarias a nivel global.

- ii) Como es sabido, los canales de transmisión de la política monetaria operan con cierto rezago. En este sentido, se espera que la mayor astringencia en la postura monetaria vaya teniendo gradualmente efectos sobre la inflación a través de dichos canales, para hacerlo cabalmente en un periodo de 18 a 24 meses.

Los supuestos sobre los que descansa la nueva estimación para el rango de la inflación, implican que se espera que su trayectoria sea creciente a lo largo de lo que resta de este año, para después comenzar a ceder durante 2009.

Ahondando en los detalles sobre la trayectoria actual del pronóstico, como ya se mencionó, ésta indica que en el tercer trimestre de 2008 podría alcanzarse un nivel de inflación más elevado con relación a los registrados en los primeros dos trimestres del año. Esta alza, en buena medida, se explica por el componente no subyacente y, en particular, por la trayectoria esperada de los precios de los bienes y servicios administrados y concertados, donde los mayores deslices a los precios de las gasolinas y a los del gas licuado, y el ajuste a las tarifas del transporte público en el Área Metropolitana de la Ciudad de México, prácticamente explican la totalidad del aumento. También, se anticipan mayores precios de los productos agropecuarios por la volatilidad que caracteriza los precios de las frutas y verduras, y por el impacto que tienen los costos de la alimentación en la producción de carne de pollo y de cerdo, y de huevo. Por el lado de la inflación subyacente, se espera que continúen los incrementos en la inflación de las mercancías y de los servicios (con excepción de la educación). Cabe señalar, que los incrementos de precios que se observan en prácticamente todos los subíndices que integran al INPC, por ser relativamente inflexibles a la baja, forman escalones en la inflación general anual, mismos que se desvanecen doce meses después de ocurrida la perturbación.

En el cuarto trimestre de 2008 volvería a observarse un incremento en la inflación general anual promedio. Los factores que explican este aumento se ubican primordialmente por el lado de la inflación no subyacente y, particularmente, en el subíndice de bienes y servicios administrados, al mantenerse en octubre los deslices a los precios de los energéticos que en su momento fueron suspendidos en el mismo lapso de 2007. Adicionalmente, en los bienes y servicios concertados, se tiene un efecto aritmético por promociones a la telefonía móvil que se otorgaron de octubre a diciembre de 2007 y que no se espera ocurran en 2008.

En 2009, la inflación empezaría a ceder en la medida en que se deshagan los choques que afectaron los resultados de 2008. Ello se fundamenta, en parte, en que recientemente las curvas de futuros de las materias primas no indican variaciones de consideración durante los siguientes doce meses. Asimismo, se espera que para dicho periodo las presiones sobre los precios al consumidor que aún se encuentran latentes, hayan terminado de materializarse. Por otra parte, se espera que los diferentes canales a través de los cuales opera la política monetaria se intensifiquen durante ese año. Sin embargo, hacia finales de 2009 se estima que la inflación se sitúe en la parte superior del intervalo de variabilidad alrededor de la meta de 3 por ciento, y que no sea sino hasta el año 2010 que la inflación presente una convergencia más clara hacia la meta.

En efecto, en 2010 se esperaría que la inflación converja a un nivel más cercano a la meta de tres por ciento. Ello ocurrirá una vez que las medidas de

política monetaria que ha adoptado el Banco de México repercutan cabalmente sobre el proceso de formación de precios en la economía, a la vez que terminen de disiparse los choques externos que han venido afectando a la inflación interna.

Finalmente, es importante señalar que la proyección de inflación que se presenta en el Cuadro 12 se refiere a la inflación general anual promedio para cada trimestre del horizonte de pronóstico. Esto significa que la inflación general anual en un mes en particular se podría situar por arriba o por abajo del intervalo previsto, aún cuando el promedio trimestral se ubique dentro del referido intervalo.

El pronóstico para la inflación es condicional a que no se presenten perturbaciones adicionales a las actualmente previstas. Entre los riesgos identificados destacan los siguientes:

- i) Niveles en los precios internacionales de las materias primas que resulten más elevados a los que actualmente se anticipan.
- ii) Condiciones climáticas adversas podrían afectar el abasto y los precios de las hortalizas.
- iii) Incertidumbre sobre la magnitud y velocidad del traspaso del incremento en la carga fiscal sobre los precios.

Por otra parte, es claro que la fase cíclica por la que atraviesa la economía se constituye como un atenuante ante las presiones y los riesgos que actualmente enfrenta la inflación. En este sentido, en la medida en que la desaceleración de la economía fuese mayor, se esperaría que el referido atenuante operara con mayor intensidad.

En resumen, si bien se están incrementando los pronósticos sobre la inflación en el horizonte de previsión relevante, también es cierto que ahora se vislumbra con mayor claridad una moderación significativa de los factores que han provocado el mayor problema inflacionario a nivel mundial desde la década de los setentas. Esto, sin duda, constituye un elemento positivo para el panorama de la inflación en México hacia adelante.

La mejor contribución que la política monetaria puede hacer para mejorar el bienestar de la sociedad consiste en promover el crecimiento económico sostenido a través de la provisión de un entorno de estabilidad de precios. El Banco de México considera que el “anclaje” de las perspectivas inflacionarias de mediano y largo plazo es fundamental para tal propósito. En este contexto, el Instituto Central continuará vigilando estrechamente el balance de riesgos sobre la inflación, con miras al cumplimiento de la meta de inflación de 3 por ciento en el año 2010.