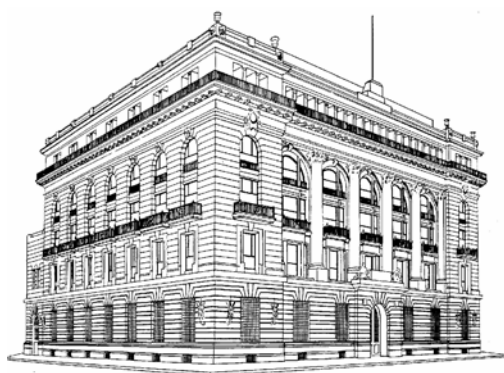


Política Monetaria

Informe sobre el primer
semestre de 2008



BANCO DE MEXICO

SEPTIEMBRE, 2008

JUNTA DE GOBIERNO
GOBERNADOR
GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

SUBGOBERNADORES
ROBERTO DEL CUETO LEGASPI
EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER
GUILLERMO GÜÉMEZ GARCÍA
JOSE JULIÁN SIDAOUI DIB



I. Introducción

El Banco de México tiene, por mandato constitucional, la encomienda prioritaria de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Lo anterior implica alcanzar y mantener una inflación reducida.

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

El Banco de México conduce su política monetaria con el fin de alcanzar una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento y de mantenerla alrededor de ese nivel. Sin embargo, aunque la política monetaria se aplique con la finalidad de alcanzar el objetivo planteado, su cumplimiento está sujeto a incertidumbre. Ello debido a las perturbaciones a las que está sujeta la economía y a que la relación entre las acciones de política monetaria y los resultados en el ámbito de la inflación es imprecisa. Por ello, alrededor del objetivo de inflación se ha establecido un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual.

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

Como se anunció en el Informe sobre la Inflación correspondiente al tercer trimestre de 2007, a partir del 21 de enero de 2008 el Banco de México adoptó como objetivo operacional la tasa de interés interbancaria a un día (“tasa de fondeo bancario”) en sustitución del saldo sobre las cuentas corrientes que la banca mantiene en el propio Banco (el “corto”). Este cambio facilita la comprensión de las acciones de política monetaria, homologa su instrumentación con aquella adoptada por varios bancos centrales del mundo y señala la conclusión de un proceso de transición en la instrumentación de la política monetaria en México iniciado en 2003.¹

Cabe destacar que la migración formal a un objetivo operacional de tasas de interés no altera la forma en la cual el Banco de México lleva a cabo sus operaciones, en virtud de que desde abril de 2004 el mercado ha operado de facto siguiendo una tasa de interés señalada por el Banco de México. Al mismo

¹ En el Anexo 3 del Informe sobre la Inflación Julio - Septiembre de 2007 se ofrecen mayores detalles acerca del cambio en la instrumentación de la política monetaria en México a partir de enero de 2008.



tiempo, es importante señalar que dicho cambio no tiene ninguna implicación sobre la postura de política monetaria del Banco de México.

Por lo que se refiere al entorno externo en los primeros dos trimestres de 2008, la economía mundial atravesó por un periodo de dificultades que no mostró señales significativas de corrección. La economía estadounidense se mantuvo débil a principios del año, mostrando un fortalecimiento durante el segundo trimestre. 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 y por los problemas en los mercados financieros. Por otra parte, la actividad económica en la zona del euro, en Japón y en otros países avanzados parece haberse desacelerado durante los primeros dos trimestres del año.

No obstante el menor crecimiento global, los incrementos en los precios de los alimentos y de la energía impactaron adversamente la evolución de la inflación a nivel global, y condujeron a que prácticamente todos los bancos centrales hayan expresado su inquietud por el deterioro de las expectativas de inflación durante los primeros dos trimestres del año. 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 ese lapso la inflación se ubicó por encima de las metas fijadas por las autoridades en muchos países, tanto avanzados como en desarrollo.

A lo largo del primer semestre de 2008 se observaron fuertes presiones en los mercados financieros de diversas economías avanzadas. Durante los primeros meses del año, los bancos centrales de estos países respondieron a esta situación mediante la implementación de diversas medidas para proveer liquidez, las cuales aliviaron, en cierto grado, las tensiones en los mercados financieros. No obstante, los problemas en estos mercados 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). Esto dio lugar hacia finales del segundo trimestre a un nuevo incremento en la percepción de riesgo que propició un aumento en los diferenciales de los réditos en los mercados de bonos, un ajuste a la baja en los mercados accionarios y un aumento importante en los márgenes de riesgo soberano de los países emergentes.

En el periodo de referencia, la actividad económica en México no parece haber resentido en forma significativa el debilitamiento de la economía de Estados Unidos, si bien mantuvo la tendencia de desaceleración. Dicha desaceleración comprendió tanto a los indicadores de demanda agregada, como a los de producción.

La inflación general anual en México presentó una trayectoria creciente durante los dos primeros trimestres del año. El incremento fue resultado de la materialización de los riesgos al alza sobre los cuales el Banco de México había



alertado con anterioridad. Entre éstos destacó la evolución de los precios internacionales de las materias primas que afectaron la estructura de costos de las empresas. También es probable que las empresas que vieron incrementada su carga fiscal hayan trasladado parte de su aumento en costos a sus precios. Adicionalmente, se presentaron problemas climatológicos que afectaron la oferta de las frutas y verduras. Por otra parte, cabe señalar que durante el primer semestre no se presentaron presiones sobre los precios provenientes de la demanda agregada.

Durante el segundo trimestre se materializaron diversos riesgos inflacionarios sobre los cuales había estado alertando el Instituto Central, lo que condujo a que los indicadores sobre las perspectivas inflacionarias de corto plazo de los agentes económicos se incrementaran. No obstante, las correspondientes a horizontes de mediano y largo plazo se mantuvieron, en términos generales, bien “ancladas”. Con el objetivo que el referido repunte de la inflación no afectara el “anclaje” de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y, por consiguiente, el proceso de formación de precios en la economía, la Junta de Gobierno del Banco de México restringió la postura de política monetaria incrementando el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en 25 puntos base en junio, julio y agosto, con lo que la referida tasa de interés se situó en 8.25 por ciento.

II. Entorno Económico en el Primer Semestre

A continuación se examina, en primer lugar, la evolución del entorno internacional. Este es relevante ya que, a través de sus efectos sobre las cuentas externas del país, incide en la determinación de la producción, la demanda agregada y los precios. Posteriormente, se describe la evolución de la demanda y de la oferta agregadas en la economía mexicana. El análisis de dichas variables permite identificar, en su caso, la existencia de presiones inflacionarias. Este análisis se complementa con el estudio de la cuenta corriente, que a su vez viene acompañado del correspondiente a la cuenta de capital. Enseguida se revisa la trayectoria del empleo y los salarios. Finalmente, se reporta la evolución de la inflación medida a través de los distintos índices de precios.

Durante el primer semestre de 2008, el comportamiento de la economía mundial se vio 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 el primer trimestre de 2008 el PIB en Estados Unidos registró un crecimiento modesto, 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. Además, la inversión no residencial mostró un debilitamiento generalizado y el consumo privado registró 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. Durante el segundo trimestre del año el crecimiento del PIB en los Estados Unidos registró un fortalecimiento gracias al aumento sustancial que registraron las exportaciones netas y al comportamiento mejor a lo anticipado del gasto en consumo, que reflejó fundamentalmente el efecto de las devoluciones de impuestos. No obstante, se espera que dicho fortalecimiento sea transitorio y que la actividad económica registre un menor ritmo de expansión en la segunda parte del año, en parte ante la persistencia de condiciones apretadas en los mercados crediticios. Por su parte, 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. 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. En la India, el PIB mostró una tasa de crecimiento anual de 7.9 por ciento en el segundo trimestre, casi un punto porcentual menor a la observada en el primero. En América Latina, el incremento de la demanda interna y las exportaciones de productos primarios contribuyeron a apoyar la expansión de la actividad económica, si bien en el primer semestre de 2008 se observó cierta desaceleración del crecimiento en la región, principalmente debido a una moderación del ritmo de incremento de las exportaciones.

Por otra parte, durante los primeros dos trimestres del año 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. Después de una caída durante enero y principios de febrero, los precios del crudo tipo West Texas International (WTI) reanudaron su tendencia al alza, pasando de un nivel de 102 dólares por barril a finales de marzo, a 140 dólares al cierre del segundo trimestre. 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.

En Estados Unidos, la inflación general al consumidor aumentó de 4.1 por ciento a tasa anual en diciembre de 2007 a 5.0 por ciento en junio de 2008. Por su parte, la inflación subyacente se ubicó en 2.4 por ciento en junio. Esta última estuvo fluctuando alrededor de ese nivel durante la primera mitad del año, lo que reflejó un impacto moderado de la inflación general sobre la subyacente y la ausencia de presiones derivadas de los costos laborales. En la zona del euro, la inflación general al consumidor continuó repuntando, ubicándose en 4.0 por ciento anual al cierre del semestre (3.1 por ciento en diciembre de 2007). Esta cifra es superior a la meta de menos de 2.0 por ciento establecida por el Banco Central Europeo (BCE). En Japón, junio representó el noveno mes en el que se registraron 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 dicho mes. En China, la inflación anual al consumidor se ubicó en 7.1 por ciento en junio, por debajo de las cifras de 6.5 por ciento registrada al cierre de 2007. En la India, los precios al productor crecieron a una tasa anual de 12.0 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



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.

Durante el primer semestre del año, las condiciones financieras internacionales se caracterizaron por las presiones en los mercados financieros de diversas economías avanzadas. Durante el primer trimestre, los bancos centrales de estos países respondieron a esta situación mediante la implementación de diversas medidas, incluyendo la inyección de volúmenes importantes de recursos de corto plazo, el relajamiento de la postura de la política monetaria o pausas en el incremento de las tasas de interés de política. En particular, el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos puso en marcha distintas medidas para aumentar la liquidez, mejorar el funcionamiento de los mercados y apoyar la estabilidad del sistema financiero. Además, el objetivo para la tasa de fondos federales se redujo de manera importante. Estas acciones aliviaron, en cierto grado, las tensiones en los mercados financieros. Sin embargo, las tensiones en los mercados financieros internacionales, que habían mostrado 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. Ante la incertidumbre generada por la expectativa de mayores pérdidas en el sector hipotecario, el aumento de 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, se incrementaron las dudas sobre la viabilidad de dichas agencias. 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.

Durante el primer semestre de 2008 el PIB registró un incremento anual de 2.7 por ciento, tasa menor que la observada en todo 2007 (3.2 por ciento). La actividad económica en México mantuvo una tendencia de desaceleración, que 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 en 2.8 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), el incremento anual del PIB en el segundo trimestre resultó de 2.1 por ciento, una tasa más baja que la observada en el primero (3.3 por ciento).

En lo que respecta a la evolución de la demanda agregada en el primer semestre, destaca que la demanda interna siguió moderando su ritmo de expansión, lo que fue notorio en el comportamiento del consumo privado. Por su parte, las exportaciones de bienes y servicios, medidas en pesos constantes, continuaron presentando una desaceleración.

En el primer semestre del año el gasto de consumo presentó un crecimiento anual de 3.2 por ciento, tasa inferior a la registrada en 2007 (3.8 por ciento). Tal evolución se derivó de expansiones más moderadas tanto del consumo privado como del consumo público. En la evaluación del comportamiento del gasto de consumo privado hay que considerar los siguientes aspectos: i) en el periodo de referencia, diversos determinantes de ese rubro de gasto, tales como la masa salarial en términos reales, el ingreso por remesas familiares y el crédito al consumo y a la vivienda, perdieron dinamismo; ii) los indicadores de confianza del consumidor presentaron un debilitamiento significativo; y, iii) el gasto de consumo privado también fue impactado por los incrementos de los precios de los alimentos y por un menor crecimiento del empleo.

La formación de capital fijo, medida a precios constantes, registró un crecimiento anual de 5.4 por ciento en la primera mitad del año, mismo que reflejó aumentos de 5 por ciento de la inversión privada (6.3 por ciento en 2007) y de 7.7 por ciento de la del sector público (2.8 por ciento en 2007). En particular, el componente de maquinaria y equipo creció 12.5 por ciento en el primer semestre del año (9.2 por ciento en 2007), mientras que los gastos realizados en construcción lo hicieron en sólo 0.9 por ciento (3.3 por ciento en 2007).

La expansión del PIB en el primer semestre del año se originó de incrementos anuales en los tres sectores que lo integran, resultando los crecimientos de los sectores de servicios y agropecuario superiores al del industrial. La evolución de la producción manufacturera estuvo influida de manera significativa por el comportamiento de las exportaciones de dicho sector. Así, las exportaciones dirigidas a Estados Unidos mostraron una clara desaceleración en el segundo trimestre, destacando la reducción en el crecimiento a tasa anual de las efectuadas por el sector automotriz. En contraste, las exportaciones manufactureras al mercado no estadounidense presentaron un dinamismo importante durante el semestre de referencia, tanto las de productos de la industria automotriz como del resto de los bienes. 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.

Durante el primer semestre 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 semestre, 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; y iii) el saldo deficitario moderado que registró 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.

En lo referente a la evolución del sector externo de la economía mexicana durante la primera mitad de 2008, sobresalieron los siguientes aspectos: i) un incremento anual de las exportaciones no petroleras de 11.2 por ciento (8.5 por ciento en 2007). No obstante, con cifras ajustadas por estacionalidad la variación anual de ese rubro en el segundo trimestre resultó menor (10.3 por ciento) que la observada en el primero (12.2 por ciento); ii) un fuerte crecimiento de las exportaciones petroleras, como reflejo de un elevado precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación, toda vez que el volumen exportado mostró una disminución importante; iii) un aumento anual de las importaciones de 14.6 por ciento (10.1 por ciento en 2007). Con datos desestacionalizados este renglón de comercio exterior también presentó una clara desaceleración al pasar su crecimiento anual de 16.2 por ciento en el primer trimestre del año a 12.6 por ciento en el segundo. Tal comportamiento es congruente con la evolución de los distintos componentes de la demanda agregada. Cabe mencionar también que el valor de las importaciones estuvo influido al alza por las adquisiciones en el exterior de productos petroleros y por aumentos importantes de los precios medios de importación de diversos productos primarios, particularmente, de origen agropecuario y alimentos seleccionados; iv) un déficit moderado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, de 3.5 miles de millones de dólares; v) un superávit en la cuenta de capital que superó al déficit de la cuenta corriente; y, vi) una acumulación de reservas internacionales por 7,680 millones de dólares en el primer semestre de 2008.

La desaceleración que registró la actividad económica en la primera mitad del presente año, implicó que la generación de empleo en la economía en su conjunto perdiera fuerza, especialmente en el sector formal. Dicha tendencia fue notoria en los datos de trabajadores asegurados en el IMSS que mantuvo la tendencia descendente que se inició desde finales de 2006. 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.^{2,3} 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).

La pérdida de dinamismo del empleo en el sector formal de la economía fue más acentuada en el sector industrial, particularmente en las manufacturas y en la construcción. Así, al cierre de junio dicho indicador mostró en la industria de

² El IMSS efectuó correcciones a la baja del número de trabajadores afiliados, ya que las series previas incluían errores significativos. Tal ajuste implicó reducciones en las variaciones anuales absolutas y porcentuales de este indicador de empleo formal, como resultado neto de una fuerte revisión a la baja de los trabajadores eventuales urbanos y un aumento de los permanentes.

³ 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.

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 fue más acentuado en la zona norte, donde el sector industrial tiene una mayor participación relativa en la ocupación.

Información sobre costos salariales indica que, el ingreso nominal del personal ocupado remunerado, de acuerdo a la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), y el salario base de cotización al IMSS presentaron durante el primer semestre de 2008 una tasa de crecimiento anual menor al aumento promedio anual observado en 2007. Por otra parte, en el semestre reportado los salarios contractuales mostraron una dinámica semejante a la reportada durante el año previo.

El incremento promedio del ingreso nominal del personal ocupado remunerado total del país, según datos de la ENOE, se ubicó en 3.4 por ciento durante el primer semestre de 2008, cifra menor en 1.9 puntos porcentuales al aumento promedio observado en 2007. Asimismo, el salario base de cotización al IMSS correspondiente a los trabajadores afiliados a dicho instituto, registró una variación anual promedio de 5.0 por ciento durante el primer semestre de 2008, cifra que se ubica por debajo del 5.5 por ciento observado en promedio durante 2007. Por su parte, el incremento promedio al salario nominal en las revisiones contractuales de las empresas de jurisdicción federal efectuado durante el lapso enero-junio de 2008 se ubicó en 4.4 por ciento, dato mayor en 0.2 puntos porcentuales al registrado durante el año previo.

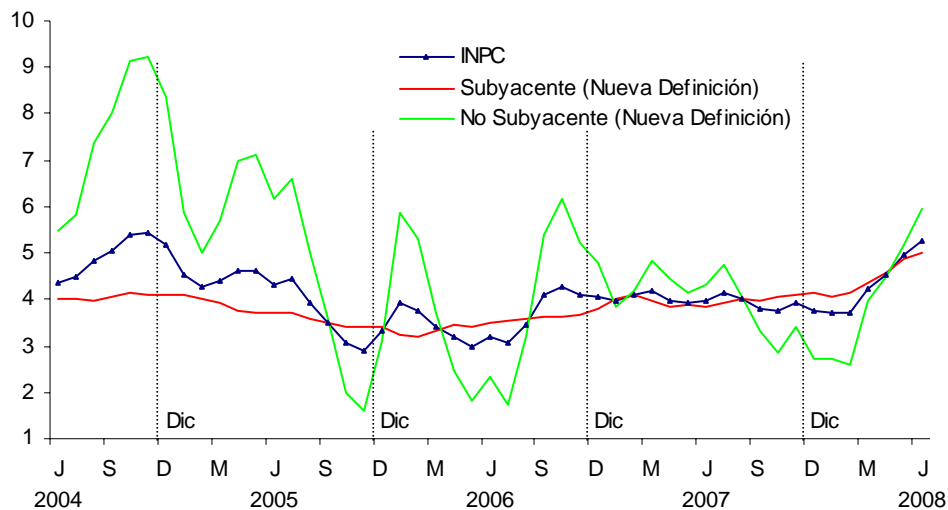
Durante el primer semestre de 2008, la inflación general anual en México presentó una trayectoria creciente. En enero y febrero de 2008 la inflación general anual registró niveles de 3.70 y 3.72 por ciento, respectivamente. No obstante, de marzo a junio este indicador repuntó registrando niveles de 4.25, 4.55, 4.95 y 5.26 por ciento, respectivamente. El incremento fue resultado de la materialización de los riesgos al alza sobre los cuales el Banco de México había alertado con anterioridad. En términos generales, esta alza fue influida por los siguientes factores:

- i) La presión que ejercieron 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.
- 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 internacionales.

- iii) Los precios del acero registraron incrementos que afectaron los costos de la industria de la construcción en el primer semestre. Dichas alzas guardan una relación directa 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 originó en aumentos en las tarifas del transporte urbano en algunas ciudades del país, así como en el impuesto predial y en los derechos por el suministro de agua.
- v) Restricciones en el abasto de algunas hortalizas por problemas climatológicos y operaciones de comercio exterior.
- vi) El fin del programa de descuento sobre precios de diversos productos que ofrecieron las tiendas de autoservicio a principios de año.
- vii) Es probable que parte de la mayor carga fiscal que han enfrentado las empresas se haya reflejado en sus revisiones de precios al consumidor.

Gráfica 1
INPC e Índices de Precios Subyacente y No Subyacente (Nueva Definición)^{1/}
 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.

Los elementos anteriores afectaron la evolución de los índices subyacente y no subyacente del INPC (ambos expresados en su nueva definición),⁴ los cuales mostraron tasas de inflación promedio más elevadas en el segundo trimestre de 2008 respecto del trimestre previo.

⁴ 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.

En el caso de la inflación subyacente, ésta mostró una trayectoria al alza a lo largo del semestre analizado. Así, la variación anual promedio de este indicador pasó de 4.18 a 4.81 por ciento del primer al segundo trimestre de 2008. En 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, mientras que la cifra comparable al primer trimestre se ubicó en 4.47 por ciento. La evolución creciente de los precios de las mercancías se observó tanto en los alimentos procesados como en el resto de las mercancías. En el caso particular de los alimentos procesados, la inflación de este grupo alcanzó una tasa promedio anual de 9.17 por ciento durante el periodo abril-junio de 2008 (en el trimestre anterior la cifra comparable fue 7.21 por ciento). La mayor inflación que se observó en los alimentos se debe, en lo principal, a la trayectoria creciente en las cotizaciones del arroz; de los productos hechos a base de soya, donde destacaron los aceites y grasas vegetales comestibles; y, de los derivados del trigo, principalmente pan de dulce y pan de caja. Cabe señalar que la mayor inflación de los alimentos no ha sido un fenómeno exclusivo de la economía mexicana, dicha situación se ha presentado en muchos otros países. Ello ha sido consecuencia, entre otras razones, de la creciente demanda global de granos y de alimentos de origen animal. En relación a las cotizaciones del resto de las mercancías, éstas aumentaron 2.56 por ciento a tasa promedio anual durante el segundo trimestre de 2008, cifra mayor a la variación en el trimestre previo (2.38 por ciento).

Por su parte, la variación promedio anual del subíndice subyacente de los servicios aumentó de 3.92 a 4.25 por ciento del primer al segundo trimestre de 2008. Con excepción del componente de la educación, que registró un movimiento lateral en sus precios, el resto de los componentes de este subíndice (vivienda y resto de servicios) exhibieron una trayectoria creciente en sus cotizaciones. Ello se debió, básicamente, al alza en los precios de las materias primas en los mercados internacionales (alimenticias, metálicas y energéticas).

La inflación no subyacente fue creciente a lo largo del primer semestre de 2008, registrando una variación promedio anual de 5.21 por ciento durante el segundo trimestre de 2008, la cifra comparable a la observada el trimestre previo que se ubicó en 3.10 por ciento. El referido aumento se vio impulsado por la evolución de las cotizaciones de las frutas y verduras, las cuales alcanzaron un crecimiento promedio anual de 8.25 por ciento en el periodo abril-junio de 2008 (la variación del primer trimestre para dicho rubro fue -0.44 por ciento).

En el caso de los productos pecuarios, el aumento de la inflación fue más moderado, ya que pasó de una tasa promedio anual de 5.75 a 6.71 por ciento del primer al segundo trimestre de 2008. La elevación en los precios de estos alimentos se explica, en parte, por los mayores costos de producción originados por el incremento en los precios de los granos en los mercados mundiales.

En lo que se refiere a los bienes y servicios administrados, su tasa de inflación fue creciente, pasando de 4.07 por ciento en el primer trimestre de 2008 a 5.38 por ciento durante el segundo trimestre. Este resultado refleja los aumentos en los precios del gas para uso doméstico y de la electricidad. En el caso particular del último bien referido, las tarifas alcanzaron un incremento promedio anual de 8.92 por ciento durante el periodo abril-junio de 2008 (5.25 por



ciento en el trimestre previo). Lo anterior se explica por el componente relativo a las tarifas domésticas de alto consumo (DAC), las cuales alcanzaron un aumento de 16.34 por ciento en el primer semestre de 2008, debido a que dependen de algunos subíndices del INPP relacionados con el acero y con el precio de los combustibles que se emplean en su generación.

Por lo que respecta al subíndice de los bienes y servicios concertados, su variación promedio trimestral pasó de 1.96 por ciento a 2.98 por ciento del primero al segundo trimestre de 2008. En este aumento incidieron los ajustes de precios al transporte urbano (colectivo, autobús urbano y taxi).

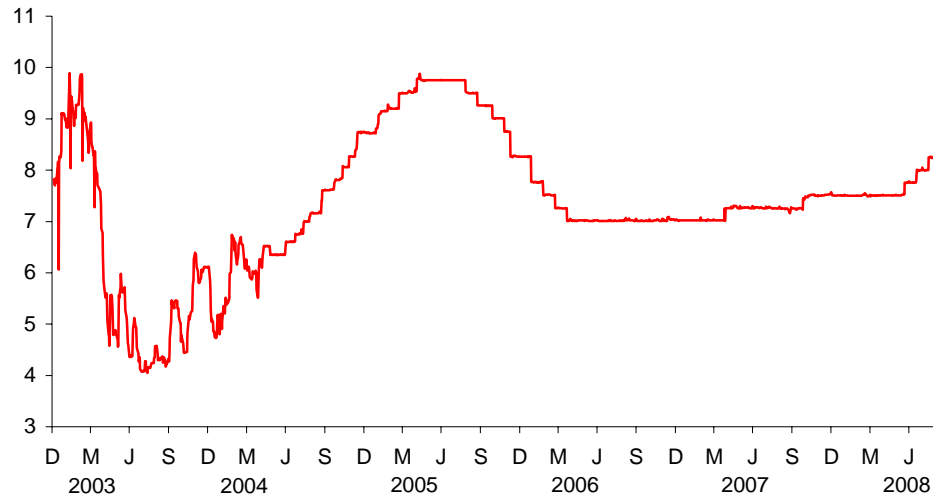
Al igual que en el caso del INPC, el Índice Nacional de Precios Productor, excluyendo petróleo (INPP), fue afectado por el comportamiento de las materias primas en los mercados internacionales. De hecho, el INPP es el indicador que señala en primera instancia los aumentos que en general podrían materializarse 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.

III. La Política Monetaria durante el Primer Semestre de 2008

III.1. Acciones de Política Monetaria

En sus decisiones de junio, julio y agosto 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 8.25 por ciento.

Gráfica 2
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 atravesó la economía mundial durante el primer semestre del año, la coyuntura que enfrentaron un gran número de bancos centrales se caracterizó por riesgos al alza en la inflación y en sentido inverso para la actividad económica. En este entorno, un número importante de bancos centrales restringió su postura de política monetaria durante los primeros dos trimestres del año.

En el caso de México, al igual que en prácticamente todas las economías del mundo, durante el primer semestre de 2008 se observó un deterioro en una serie de indicadores que ofrecen información acerca de la tendencia de la inflación. 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. Cabe señalar que al comparar los indicadores de inflación para México con los de otros países, se encuentra que, dada la magnitud, frecuencia e intensidad de las perturbaciones a la inflación que se experimentaron a nivel mundial, la inflación en nuestro país en los primeros dos trimestres mostró un repunte de menor magnitud que el registrado en muchos otros países.

Los indicadores provenientes de la encuesta que recaba mensualmente el Banco de México entre analistas económicos del sector privado sobre las expectativas de inflación muestran que después de haberse mantenido relativamente estables durante el primer trimestre, las correspondientes a horizontes de corto plazo (cierre de 2008) se incrementaron en el segundo trimestre del año. En particular, la media de las respuestas aumentó de 3.98 por ciento en marzo, a 4.74 por ciento en junio. Sin embargo, las expectativas de inflación general anual para el mediano y largo plazos (cierre de 2009 y promedio para los siguientes 4 años), permanecieron relativamente bien “ancladas”. La media de las expectativas correspondientes al cierre de 2009 aumentó de 3.49 por ciento en diciembre, 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 3.52 a 3.54 por ciento en el mismo periodo. Por otra parte, el “anclaje” de las expectativas de inflación de mediano y largo también se puede apreciar de la estabilidad de los indicadores salariales

En resumen, durante los primeros dos trimestres del año se materializaron diversos riesgos inflacionarios sobre los cuales había 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, julio y agosto.

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. 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”.

El repunte registrado por la inflación, así como las acciones de política monetaria antes referidas se vieron reflejadas en la evolución de la curva de rendimientos. Después del *aplanamiento* que se observó durante el primer trimestre del año, 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, conduciendo a un empinamiento de la curva de rendimientos. 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, en respuesta a las acciones tomadas por la Junta de Gobierno del Instituto Central, la curva de rendimientos registró cierto *aplanamiento*.

Finalmente, cabe señalar que durante los primeros dos trimestres del año se observó un incremento en los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos. Posteriormente, en la medida en que las tasas de interés de largo plazo en México comenzaron a disminuir, parte del incremento en los referidos diferenciales se revirtió.

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

En el primer semestre de 2008, la base monetaria presentó una evolución similar a la observada el año previo. En dicho periodo, ésta registró un incremento nominal anual de 10.8 por ciento, mientras que en el primer y segundo semestres de 2007 observó tasas de crecimiento anual de 14.2 y 11.4

por ciento en promedio, respectivamente.⁵ Lo anterior sugiere que el moderado proceso de remonetización ha continuado durante los últimos meses.⁶

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 1
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Porcentaje del PIB

| | Flujos Anuales | | | Saldo | |
|---|----------------|------------|------------|-------------|--------------|
| | 2006-II | 2007-II | 2008-II | 2008-II | Estructura % |
| Total de fuentes | 7.4 | 3.1 | 4.9 | 64.1 | 100.0 |
| M4 | 7.2 | 4.5 | 5.3 | 50.4 | 78.6 |
| En poder de residentes | 6.6 | 4.3 | 4.2 | 47.5 | 74.1 |
| En poder de no residentes | 0.6 | 0.2 | 1.1 | 2.9 | 4.5 |
| Financiamiento externo | 0.3 | -1.4 | -0.4 | 13.7 | 21.4 |
| Total de usos | 7.4 | 3.1 | 4.9 | 64.1 | 100.0 |
| Sector público (RFSP) ^{1/} | 0.4 | 0.7 | 1.5 | 30.0 | 46.7 |
| Estados y municipios | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 1.3 | 2.0 |
| Sector privado | 2.9 | 3.9 | 3.6 | 28.6 | 44.6 |
| Hogares | 2.2 | 1.6 | 1.5 | 12.9 | 20.1 |
| Consumo | 1.2 | 1.0 | 0.6 | 4.7 | 7.3 |
| Vivienda ^{2/} | 1.0 | 0.6 | 0.9 | 8.2 | 12.8 |
| Empresas | 0.7 | 2.3 | 2.0 | 15.7 | 24.4 |
| Crédito de intermediarios financieros ^{3/} | 0.4 | 1.6 | 1.4 | 7.7 | 12.1 |
| Emisión de instrumentos de deuda | 0.1 | 0.1 | 0.4 | 1.8 | 2.9 |
| Externo | 0.2 | 0.6 | 0.3 | 6.1 | 9.5 |
| Reserva internacional ^{4/} | 1.9 | -0.9 | 1.5 | 7.5 | 11.8 |
| Otros conceptos ^{5/} | 2.1 | -0.7 | -1.6 | -3.2 | -5.0 |

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.

Al cierre del segundo trimestre de 2008, el flujo efectivo anual de las fuentes de recursos financieros de la economía representó 4.9 por ciento del PIB, cifra superior a la registrada en el mismo periodo del año anterior (3.1 por ciento del PIB). Ello se explica por un mayor dinamismo del ahorro en instrumentos financieros internos por parte de los no residentes, cuyo flujo anual aumentó de 0.2 por ciento del PIB al segundo trimestre de 2007 a 1.1 por ciento al segundo trimestre del presente año, y a un desendeudamiento neto con el exterior de -0.4

⁵ Variaciones calculadas con base en el promedio trimestral de saldos diarios.

⁶ 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 resarcan gradualmente su tenencia de billetes y monedas. Este fenómeno se ve reflejado en un incremento gradual de la base monetaria expresada como porcentaje del producto y se conoce como proceso de remonetización.



por ciento del PIB, de menor magnitud que el observado un año antes (-1.4 por ciento).

En un contexto en el que la actividad económica se ha venido desacelerando, en el primer semestre de 2008, los agregados monetarios estrechos continuaron mostrando una trayectoria ligeramente decreciente en sus tasas de crecimiento. En enero-junio de 2008, el agregado monetario M1 presentó una variación nominal anual de 8.9 por ciento, mientras que en mismo periodo de 2007 había registrado un crecimiento anual promedio de 9.6 por ciento. 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 primer semestre de 2008, el agregado monetario M2, que considera el ahorro de los residentes en instrumentos financieros internos, registró una variación real anual promedio de 6.2 por ciento.

Con respecto al uso de los recursos financieros, destaca el incremento del flujo anual de recursos financieros utilizados por el sector público (incluyendo Estados y Municipios) que al cierre del segundo trimestre de 2008 fue de 1.6 puntos porcentuales del producto (0.8 por ciento al segundo trimestre de 2007).⁷ Por su parte, en el periodo de referencia el flujo anual de recursos destinados a financiar al sector privado no financiero representó 3.6 por ciento del PIB, cifra inferior al observado un año antes, 3.9 por ciento del PIB. A su interior, el flujo anual de recursos destinados al financiamiento a los hogares representaron el 1.5 por ciento del producto, en donde destaca una menor participación del crédito al consumo cuyo flujo anual de recursos paso de 1.0 por ciento del PIB al cierre del segundo trimestre de 2007 a 0.6 por ciento del PIB durante el mismo periodo de 2008. Por su parte, el flujo anual de recursos correspondiente a las empresas ascendió a 2.0 por ciento del PIB, presentando un aumento en el flujo anual de la emisión interna de instrumentos de deuda que represento el 0.4 por ciento del PIB al cierre del segundo trimestre de 2008 (0.1 por ciento del PIB al segundo trimestre de 2007) y una reducción en el crédito de intermediarios financieros y del financiamiento externo de 0.5 puntos del PIB, al pasar de 2.2 por ciento del PIB al segundo trimestre de 2007 a 1.7 puntos en el mismo lapso de 2008.

Con respecto al financiamiento, 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.

El saldo del crédito de la banca comercial constituye la fuente principal de financiamiento al sector privado. En el primer semestre 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

⁷ El incremento de 0.8 puntos del PIB en el flujo anual de los RFSP a junio de 2008 respecto al correspondiente al mismo mes del año anterior se compone de: mayores requerimientos financieros del balance público tradicional por 0.5 puntos; una mayor intermediación financiera de la banca de desarrollo por 0.4 puntos; y, menores requerimientos financieros de los pasivos adicionales (IPAB, Pidiregas, Farac y programas de apoyo a deudores) por -0.1 puntos del producto.

anual promedio de 22.3 por ciento, mientras que en el último semestre de 2007 había presentado una tasa de crecimiento anual promedio de 27.4 por ciento en términos reales.⁸

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 16.8 por ciento en enero-junio, mientras que en el último semestre de 2007 había crecido en promedio 22.7 por ciento en términos reales. En lo que se refiere al crédito directo vigente de la banca comercial a las empresas privadas no financieras, en enero-junio de 2008, este crédito presentó en promedio una variación real anual de 28.4 por ciento, cifra que se ubica por debajo del promedio que había registrado en el segundo semestre de 2007 (32.9 por ciento).

IV. Conclusiones

Durante el primer semestre de 2008 se materializaron diversos riesgos inflacionarios sobre los cuales había alertado el Instituto Central. Con el objetivo de que el consecuente repunte de la inflación no afectara el “anclaje” de las expectativas de inflación de mediano y largo 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, julio y agosto.

Conforme las medidas de política monetaria que adoptó el Banco de México repercutan cabalmente sobre el proceso de formación de precios en la economía, y comiencen a disiparse los choques externos que afectaron a la inflación interna, se espera que la inflación converja a un nivel más cercano a la meta de tres por ciento.

El panorama para la inflación en México está sujeto a distintos riesgos entre los que destacan:

- i) 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 a la anticipada, se esperaría que el referido atenuante operara con mayor intensidad.

⁸ 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.



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.