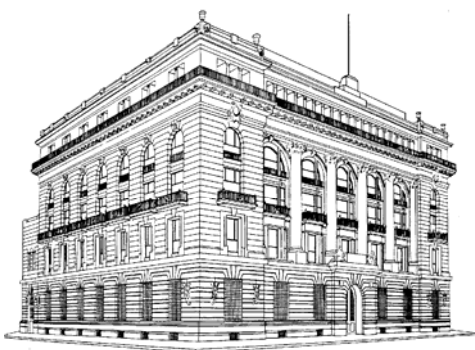


Política Monetaria

Informe sobre el primer
semestre de 2007



BANCO DE MEXICO

SEPTIEMBRE, 2007

JUNTA DE GOBIERNO
GOBERNADOR
GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

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

El artículo 51 de la Ley del Banco de México contiene disposiciones para conciliar la autonomía del Instituto Central con la necesaria rendición de cuentas sobre su gestión. La fórmula que el Legislativo ha considerado más apropiada para dicho fin es la presentación por el Banco Central de informes sobre sus políticas y actividades. El artículo citado señala en su fracción II, que en septiembre de cada año este Instituto Central enviará al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión, un informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio de que se trate.

En cumplimiento de lo anterior y por acuerdo de la Junta de Gobierno de este Instituto Central tomado conforme a lo previsto en la fracción IX del artículo 46 de la Ley que lo rige, este Banco de México envía al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión el presente informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 2007.

En apego al ordenamiento legal, este informe se concentra en las acciones de política monetaria instrumentadas durante el semestre. Cabe mencionar que dichas acciones fueron oportunamente reseñadas en los Informes sobre la Inflación del primero y segundo trimestres del presente año.



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 se conduce bajo un esquema de objetivos de inflación, del cual destacan los siguientes elementos: i) el anuncio de una meta de inflación explícita; ii) el análisis sistemático de la coyuntura económica y de las presiones inflacionarias; iii) la descripción de los instrumentos que utiliza el Banco Central para alcanzar sus objetivos; y, iv) 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 los objetivos planteados, 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 la 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.

Por lo que se refiere al entorno externo en el primer semestre de 2007, destaca que la actividad económica en los Estados Unidos, después de la desaceleración registrada a principios del año, repuntó en el segundo trimestre, aunque continuó por debajo de su potencial. Por su parte, en las economías de la zona del Euro y Japón continuó la recuperación cíclica de la actividad y en las economías emergentes se mantuvo un ritmo de expansión vigoroso.

Las expectativas de inflación para el mediano y largo plazo en las economías avanzadas se mantuvieron estables durante el primer semestre del año. No obstante, la inflación general en varios de estos países se vio afectada por el alza en los precios de los productos primarios, principalmente el petróleo y los alimentos, así como por la mayor utilización de sus recursos productivos. Ante este entorno, diferentes bancos centrales restringieron su postura de política monetaria durante la primera mitad de 2007.

En el primer semestre de 2007, los mercados financieros internacionales presentaron cierta volatilidad. Los primeros meses del año se caracterizaron por un entorno de abundante liquidez y relativa estabilidad. Este entorno de baja volatilidad se interrumpió brevemente a finales de febrero, al observarse un periodo de turbulencia que se prolongó hasta principios de marzo. Posteriormente, en el segundo trimestre del año las tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos mostraron una tendencia al alza, si bien con altibajos. Esto dio lugar a un incremento en la pendiente de la curva de rendimientos en dicho país.

Sin embargo, hacia finales de junio, las tasas de largo plazo comenzaron nuevamente a retroceder, al tiempo que los mercados accionarios mostraron un descenso generalizado y los diferenciales de rendimiento sobre los títulos de deuda soberana de las economías emergentes se incrementaron. Esto, en el contexto de una creciente preocupación por el deterioro de la cartera hipotecaria de baja calidad en los Estados Unidos y su posible impacto sobre los mercados de crédito y la actividad económica en ese país.

En el primer semestre de 2007 la actividad económica en México presentó un crecimiento substancialmente menor al observado en 2006, resultado del menor dinamismo de la demanda externa y de la desaceleración del gasto interno en consumo e inversión.

En cuanto a la inflación, cabe señalar que desde mediados de 2006 ésta se vio afectada por una serie de perturbaciones de oferta, las cuales propiciaron un repunte, tanto en el caso de la inflación general anual, como en el de la inflación subyacente anual.

Dado el número, la magnitud y la persistencia de estos choques, y considerando que sus efectos directos sobre el cálculo de la inflación anual tardan en desvanecerse y que las previsiones de inflación de corto plazo se incrementaron a principios del año, el balance de riesgos para la inflación se deterioró en los primeros meses de 2007.

Ante estas circunstancias, en abril la Junta de Gobierno consideró conveniente reforzar de manera preventiva la postura de política monetaria, teniendo como objetivos evitar que el proceso de formación de precios y salarios en la economía se viera afectado por los choques de oferta referidos y alcanzar un mejor balance en cuanto a los riesgos que enfrentaba la inflación. Posteriormente, la Junta de Gobierno mantuvo sin cambio las condiciones monetarias en los meses de mayo y junio.

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 del tipo de cambio, la producción, la demanda agregada y los precios. Posteriormente, se describe la evolución de la demanda y de la oferta agregadas. 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 de los salarios y de la productividad. Estos son factores causales directos de los costos unitarios de la mano de obra, los cuales tienen una influencia significativa sobre el proceso inflacionario. Finalmente, se reporta la evolución de la inflación medida a través de los distintos índices de precios.

* * *



La economía mundial mostró un sólido ritmo de crecimiento en la primera mitad del año. Si bien se registró cierta moderación en el ritmo de expansión de la actividad económica en los Estados Unidos, en las economías de la zona del euro y Japón continuó la recuperación cíclica de la actividad y se mantuvo un ritmo de expansión vigoroso en las economías emergentes, particularmente en las asiáticas. El tránsito de la economía de los Estados Unidos a un ritmo de crecimiento más moderado al registrado en años pasados continuó durante el primer semestre del año con algunos altibajos, producto de variaciones en la contribución de factores transitorios asociados al proceso de ajuste de inventarios, que afectó al sector industrial hasta el primer trimestre del año, y a los vaivenes en las cifras de comercio exterior. Así, el fin del ciclo correctivo de inventarios y el aumento de las exportaciones netas contribuyeron a un repunte del PIB en el segundo trimestre. Por su parte, la demanda interna había mostrado desde mediados de 2006 un menor dinamismo al experimentado en años previos, debido en buena medida a la contracción en el gasto en construcción residencial derivada del proceso de ajuste en el mercado inmobiliario. En el segundo trimestre de 2007 se registró cierta moderación en el gasto de los hogares, que pudiera reflejar, por una parte, la desaparición del impulso que brindaron las ganancias de capital sobre los activos inmobiliarios y, por otra, el menor optimismo derivado del prolongado ajuste observado en el mercado de bienes raíces. Todo ello, al tiempo que los problemas del mercado de crédito hipotecario se acentuaron en el segmento crediticio de calidad inferior, generando intranquilidad en los mercados monetario y crediticio. Por otra parte, a la moderación de la demanda interna también contribuyó la atonía del gasto de capital registrada desde fines del 2006 que se prolongó durante el primer semestre de 2007.

A nivel internacional, las presiones sobre la inflación permanecieron contenidas y las expectativas sobre su evolución futura se mantuvieron bien ancladas. Ello a pesar de la mayor utilización de los recursos productivos en diversas economías y de las presiones al alza derivadas de los incrementos en los precios del petróleo y de los alimentos. En los Estados Unidos, la inflación registró cierto incremento en la primera mitad de 2007, asociado al mantenimiento de precios del petróleo elevados y al repunte en los precios de los alimentos. En dicho país, el índice general de precios al consumidor registró cierta aceleración en el curso del primer semestre (de 2.5 por ciento a tasa anual en diciembre a 2.7 por ciento en junio). Sin embargo, al igual que en la mayoría de las economías avanzadas, no se observaron presiones significativas sobre la inflación subyacente. En Estados Unidos la inflación subyacente registró una desaceleración al pasar de 2.6 por ciento a tasa anual en diciembre a 2.2 por ciento en junio, como producto, en parte, de los moderados aumentos que han registrado los salarios. Asimismo, en la zona del euro, la inflación general durante el primer semestre de 2007 se mantuvo por debajo del valor de referencia de 2 por ciento a tasa anual, en tanto que en Japón, el índice general de precios al consumidor mostró nuevamente una caída a tasa anual en junio (-0.2 por ciento).

En la primera parte del año, en diversos países las tasas de interés de corto plazo continuaron registrando incrementos, no así en los Estados Unidos, donde se mantuvieron sin cambio. El entorno de baja volatilidad en los mercados internacionales se interrumpió ante el deterioro mostrado por la cartera inmobiliaria en los Estados Unidos, dando lugar a un episodio de volatilidad en los mercados financieros a finales de febrero que se prolongó hasta principios de

marzo. Lo anterior se reflejó en cierta presión al alza sobre las primas de riesgo, particularmente las pagadas sobre instrumentos financieros con mayor exposición al riesgo hipotecario en los Estados Unidos, y en disminuciones en los réditos sobre los instrumentos de menor riesgo crediticio, tales como los instrumentos del Tesoro. Dicho episodio fue de breve duración y las tasas de interés de largo plazo mostraron una tendencia al alza al reafirmarse el optimismo sobre el repunte en la actividad económica en los Estados Unidos durante el segundo trimestre del año. Sin embargo, hacia el final del segundo trimestre, el resurgimiento de los temores asociados a un efecto correctivo más profundo y prolongado de lo esperado en el sector inmobiliario de los Estados Unidos, revirtió la tendencia al alza en las tasas de interés de largo plazo. Ello en respuesta a un menor apetito por riesgo a nivel global y ante la expectativa de un efecto mayor del ajuste en los mercados financieros sobre el crecimiento del PIB en los Estados Unidos.

La percepción de riesgo en las economías emergentes no se vio afectada significativamente durante el episodio de volatilidad registrado en el primer trimestre del año. De esta manera, los diferenciales de riesgo soberano para las economías emergentes registraron mínimos históricos a principios de junio. En este contexto, cabe señalar que durante el primer semestre de 2007 persistieron condiciones de liquidez holgadas en los mercados financieros internacionales y los emisores de mercados emergentes continuaron beneficiándose de condiciones favorables de acceso a dichos mercados. No obstante, como se mencionó, esta situación se revirtió parcialmente hacia finales del segundo trimestre.

* * *

Durante el primer semestre de 2007 la actividad económica en México registró un crecimiento anual moderado, de 2.7 por ciento, inferior al observado el año pasado en su conjunto (4.8 por ciento). El menor dinamismo de la actividad económica en la primera mitad de 2007 abarcó a los distintos componentes de la demanda y oferta agregada y fue influido de manera desfavorable por varios aspectos del entorno externo.

En general, la evolución de la demanda agregada durante el primer semestre del año se caracterizó por lo siguiente: i) la expansión de los dos componentes de la demanda –el interno y el proveniente del exterior– fue moderada; ii) la desaceleración del gasto de consumo que se inició en el cuarto trimestre de 2006 persistió en la primera mitad de 2007; iii) el incremento anual de la inversión resultó significativamente menor que el registrado a lo largo del año pasado; y, iv) la tasa de crecimiento anual de las exportaciones de bienes y servicios y, particularmente, de las correspondientes a bienes manufacturados fue modesta. Por otra parte, el crecimiento anual de la oferta agregada durante el primer semestre fue de 3.9 por ciento (de 7 por ciento en todo 2006), el cual, estuvo influido a la baja por una menor expansión de las importaciones de bienes y servicios, 6.6 por ciento en comparación con el 12.2 por ciento en todo 2006.

Durante la primera parte de 2007 hubo aspectos del entorno externo que impactaron de manera adversa al gasto interno y a la producción nacional. Al respecto, cabe destacar: i) se mantuvo una desaceleración de la demanda proveniente de los Estados Unidos, país que constituye el principal mercado para las exportaciones mexicanas; ii) la variación de las exportaciones del sector



automotriz, renglón que absorbe más de siete décimos de la producción nacional de vehículos, resultó negativa (-1.1 por ciento), en contraste con 2006 cuando tales exportaciones mostraron un repunte de 16 por ciento; iii) el ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares mostró un incremento modesto de 0.6 por ciento, mientras que en años previos dicho rubro había presentado un importante dinamismo y, consecuentemente, había coadyuvado a la expansión del gasto de consumo privado; y, iv) el saldo superavitario de la balanza comercial de productos petroleros disminuyó.

La formación bruta de capital fijo, medida a precios constantes, registró un crecimiento anual de 5.9 por ciento en la primera mitad de 2007, incremento inferior al alcanzado en 2006 (10 por ciento). Tal evolución reflejó, principalmente, un aumento de la inversión privada de 8 por ciento (11.5 por ciento en 2006). En particular, el componente de maquinaria y equipo aumento 9.3 por ciento durante el primer semestre del año (12.5 por ciento en 2006), mientras que los gastos realizados en construcción crecieron 1.7 por ciento (6.9 por ciento en 2006).

Un aspecto que destaca en la evolución del producto durante la primera mitad de 2007 es la desaceleración significativa que presentó el sector industrial. Esta desaceleración abarcó a sus cuatro sectores (minería, manufacturas, construcción y electricidad), aunque resultó más severa en el de mayor importancia, el manufacturero (crecimiento anual de sólo 0.2 por ciento en el primer semestre). La pérdida de dinamismo de dicha industria fue reflejo de la debilidad de la producción automotriz y de una desaceleración importante de la producción manufacturera no automotriz.

El gasto de consumo constituye el componente más importante de la demanda agregada, medido con respecto al PIB. En el primer semestre del año el crecimiento anual que presentó dicho renglón fue de 3.3 por ciento, tasa inferior a la registrada en 2006 (5.1 por ciento). Ello se debió a una expansión más moderada del consumo privado y a una caída del consumo público en términos anuales.

Un aspecto que destaca en la evolución del PIB es que su crecimiento de 2.8 por ciento en el segundo trimestre superó ligeramente al observado en el primero (2.55 por ciento). Asimismo, tal resultado en el segundo trimestre implicó, con datos desestacionalizados, un incremento significativo del producto medido a tasa trimestral de 1.3 por ciento, que constituyó su mayor avance en los últimos cinco trimestres.

La evolución que mostró la actividad económica en la primera mitad de 2007, no implicó presiones importantes sobre el uso de la capacidad disponible de producción de la economía. Ello, tomando en consideración los siguientes aspectos: i) los crecimientos anuales en el semestre tanto del producto como del gasto interno fueron moderados, lo que dio lugar a que no se ampliara la brecha en el ritmo de expansión anual de esos dos rubros; ii) el crecimiento del producto resultó inferior al crecimiento potencial estimado de la economía; y, iii) en los años recientes la capacidad de producción en el país se ha fortalecido de manera importante, debido a la recuperación que ha registrado el gasto de inversión, lo que ha permitido incrementar el acervo de capital y que éste sea más moderno y productivo.

En relación a la evolución del sector externo de la economía mexicana durante los primeros seis meses de 2007, sobresalieron los siguientes aspectos: i) un crecimiento de las exportaciones no petroleras de 7 por ciento, ritmo menor al observado en todo 2006 (15.7 por ciento); ii) una caída a tasa anual del valor de las exportaciones petroleras (-9.1 por ciento); iii) un incremento anual de las importaciones de 8.9 por ciento, que también resultó inferior al registrado en 2006 (15.5 por ciento); iv) un déficit moderado en la cuenta corriente de la balanza de pagos, 3.8 miles de millones de dólares, que contrastó con el superávit registrado en igual periodo de 2006; y, v) un superávit en la cuenta de capital que superó al déficit de la cuenta corriente, lo que determinó una acumulación de reservas internacionales por 2,260 millones de dólares en el primer semestre de 2007.

* * *

La expansión moderada que registró la actividad económica en la primera mitad del año, propició un menor ritmo de generación de empleo. Este resultado se manifestó tanto en la economía en su conjunto, como en el sector formal. Así, los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, que recaba el INEGI, muestran que el crecimiento anual de la población ocupada en el país se atenuó a partir del cuarto trimestre del año pasado, esta tendencia fue notoria en el empleo en el sector formal. En general, los principales aspectos que caracterizaron la evolución del mercado laboral durante el primer semestre de 2007, fueron los siguientes: i) el aumento en el número de trabajadores afiliados en el IMSS fue significativo, pero mantuvo la tendencia de desaceleración que se inició durante los últimos meses del año pasado (esta desaceleración fue notoria en la mayoría de las entidades federativas del país); ii) el incremento anual en la generación de empleo formal siguió presentando mayor dinamismo en las ocupaciones eventuales urbanas que en las permanentes; y, iii) la moderación del ritmo de crecimiento del empleo total comprendió a diversos sectores económicos, pero fue más acentuada en el manufacturero.

El incremento anual del número de trabajadores afiliados al IMSS, al cierre del primer semestre, resultó de 803,530 trabajadores y de 5.9 por ciento. El correspondiente aumento continuó siendo importante en varias actividades del sector terciario, tales como el comercio (172,150 trabajadores y aumento de 6.5 por ciento anual), los servicios para empresas, personas y hogares (290,980 trabajadores y 9.5 por ciento) y los servicios sociales y comunales (65,666 personas y 4.3 por ciento). Por su parte, al cierre de junio en la industria manufacturera el aumento anual del número de trabajadores afiliados al IMSS fue de 101,259 personas, luego de haber alcanzado un incremento de 157,150 trabajadores en diciembre de 2006.

El incremento promedio de los salarios contractuales, acordado por las empresas de jurisdicción federal, durante el primer semestre de 2007 fue de 4.3 por ciento, igual al observado durante el mismo lapso del año previo. Asimismo, el aumento promedio que otorgaron las empresas privadas a sus trabajadores fue superior al de las empresas públicas, como se ha venido observando desde 1997.

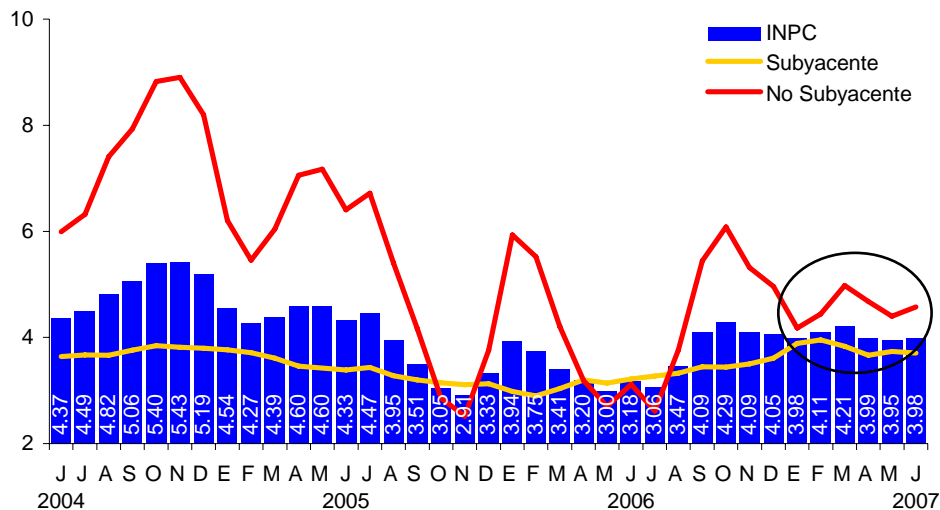
Por otra parte, durante el primer semestre de 2007, la variación anual de la productividad laboral en la industria manufacturera decreció. Ello se asocia a la fase por la que atravesó el ciclo económico, ya que la desaceleración en la

tasa de crecimiento de la producción usualmente antecede a la del empleo. Por su parte, en la industria manufacturera, el costo unitario de la mano de obra (CUMO) registró un aumento promedio durante el primer semestre de 2007 de 1.5 por ciento, cifra que contrasta con la variación observada durante el mismo lapso de 2006 de -3.6 por ciento.

* * *

Durante el primer semestre de 2007 la inflación general registró niveles elevados. En lo principal ello fue consecuencia de perturbaciones de oferta que se presentaron desde el segundo trimestre de 2006 y cuyos efectos aún no se disipan. Cabe señalar que las presiones inflacionarias se han concentrado en algunos alimentos (como la tortilla de maíz y el azúcar) así como los materiales para la construcción derivados del cobre y el acero. Así, durante los primeros meses del año la inflación general anual se incrementó de 4.05 por ciento en diciembre de 2006 a 4.21 por ciento en marzo de 2007. Posteriormente, la dilución parcial de las mencionadas perturbaciones de oferta permitió que durante el segundo trimestre del año la inflación general anual se ubicara en niveles ligeramente menores a 4 por ciento, para situarse en 3.98 por ciento en junio (Gráfica 1).

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



Las perturbaciones de oferta referidas incidieron en gran medida sobre la trayectoria que presentó la inflación subyacente, dando lugar a que durante el primer semestre de 2007 fluctuase en un intervalo de 3.66 a 3.95 por ciento. Durante el periodo que se analiza, la inflación del subíndice subyacente de las mercancías registró niveles más elevados con relación a los observados el año previo, ya que entre enero y junio de 2007 se ubicó en un rango de 3.78 a 4.07 por ciento (en 2006 el intervalo comparable resultó de 2.57 a 2.76 por ciento). El aumento fue producto, principalmente, de la aceleración en el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos procesados. Cabe señalar que el alza en los precios de los alimentos no ha sido un fenómeno exclusivo de la economía

mexicana, habiéndose también presentado en diversos países. Esto ha sido consecuencia de la expansión de la demanda global de granos y de alimentos de origen animal. Por lo que toca al subíndice de los servicios, la inflación de este indicador presentó una trayectoria descendente durante el primer semestre al disminuir de 3.87 por ciento en diciembre de 2006 a 3.31 por ciento en junio. Ello fue producto del menor ritmo de crecimiento de los precios tanto del grupo de la vivienda como del resto de los servicios.

Cuadro 1
Índices de Precios: INPC, Subyacente y no Subyacente
Por ciento

	Dic-2006/Dic-2005		Jun-2007/Jun-2006	
	Variación	Contribución ^{1/}	Variación	Contribución ^{1/}
INPC	4.05	4.05	3.98	3.98
Subyacente	3.61	2.43	3.70	2.52
Mercancías	3.38	1.19	4.07	1.44
Alimentos	5.10	0.76	6.38	0.96
Otras mercancías	2.12	0.43	2.36	0.48
Servicios	3.87	1.24	3.31	1.08
Vivienda	3.73	0.65	2.95	0.52
Otros servicios	4.02	0.59	3.74	0.56
No subyacente	4.96	1.62	4.58	1.46
Agropecuarios	8.30	0.71	6.68	0.55
Frutas y verduras	15.46	0.52	3.97	0.12
Resto de agropecuarios	3.69	0.19	8.35	0.43
Educación	5.71	0.35	5.63	0.34
Administrados y concertados	3.14	0.57	3.23	0.57
Administrados	4.42	0.41	3.71	0.32
Concertados	1.83	0.16	2.76	0.25

1/La incidencia se refiere a la contribución en puntos porcentuales de cada componente del INPC a la inflación general, ésta se calcula utilizando los ponderadores de cada subíndice, así como los precios relativos y variaciones de éstos. En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

Cabe señalar que después de los incrementos que se observaron en los precios de la tortilla de maíz y del azúcar hacia finales de 2006 y el inicio de 2007, la tasa de crecimiento anual de sus cotizaciones disminuyó hacia finales del primer semestre de 2007. En el caso de la tortilla, esta reducción tuvo lugar dentro del marco del Acuerdo para Estabilizar el Precio de la Tortilla, que suscribió el Gobierno Federal con diversos participantes de la industria. Por su parte, la evolución de las cotizaciones del azúcar se asoció con la baja que se observó, desde finales del año anterior, en sus referencias externas y con la reducción que se decretó en el arancel a la importación de este producto proveniente de América del Norte. No obstante, la convergencia de los precios internos del azúcar con los externos ha sido lenta.

La inflación no subyacente anual mostró cierta volatilidad durante el primer semestre de 2007 para ubicarse en 4.58 por ciento en junio, nivel inferior en 0.38 puntos porcentuales con relación al registrado en diciembre de 2006. La evolución de la inflación de este subíndice fue reflejo, principalmente, de la volatilidad que registraron las cotizaciones de las frutas y verduras, las cuales mostraron tasas de crecimiento anual de 15.46 por ciento en diciembre de 2006 y de 3.97 por ciento en junio de 2007.

Por su parte, la inflación de los productos pecuarios registró un aumento a lo largo del primer semestre de 2007, pasando de 3.69 por ciento en



diciembre de 2006 a 8.35 por ciento en junio de 2007. Los genéricos que mayores tasas de crecimiento mostraron en sus cotizaciones fueron el huevo y la carne de ave y de res, que vieron impactados sus costos de producción por el aumento de los precios de los granos, así como por la mayor demanda mundial por productos cárnicos.

En el caso del subíndice de precios administrados, su tasa de crecimiento anual pasó de 4.42 por ciento en diciembre de 2006 a 3.71 por ciento en junio de 2007. Ello se debió, principalmente, a un menor ritmo de crecimiento de los precios de las gasolinas de bajo y alto octanaje, y de la electricidad. La reducción en la variación anual de las cotizaciones de las gasolinas se derivó de la ausencia de aumentos en las ciudades fronterizas, al encontrarse ubicadas en el límite máximo establecido el 6 de mayo de 2006 para dichos precios. Por otra parte, la caída en la tasa de variación anual de las tarifas eléctricas fue producto de la menor contribución de las correspondientes a los consumos elevados (DAC), cuyo ritmo de crecimiento disminuyó al no repetirse las alzas que se presentaron en los precios de los metales en el mismo periodo del año anterior.

En lo que se refiere al subíndice de bienes y servicios concertados, su tasa de crecimiento anual aumentó de 1.83 por ciento en diciembre de 2006 a 2.76 por ciento en junio de 2007. En lo principal, este resultado se asocia con las alzas en las tarifas de transporte público en algunas ciudades (Monterrey, Guadalajara, Torreón y Hermosillo, entre otras).

Durante el primer semestre de 2007 la variación anual del Índice de Precios Productor (INPP), excluyendo petróleo, experimentó una reducción de 2.21 puntos porcentuales. La tasa de crecimiento anual de este indicador pasó de 5.39 por ciento en diciembre de 2006 a 3.18 por ciento en junio de 2007. Esta reducción se debió principalmente a las menores tasas de crecimiento de los subíndices de la construcción y de la industria metálica básica. Ello, en virtud de la absorción del efecto de las perturbaciones de oferta que el año pasado afectaron las cotizaciones de diferentes productos manufactureros con acero y cobre.

III. La Política Monetaria durante el Primer Semestre de 2007

III.1. Acciones de Política Monetaria

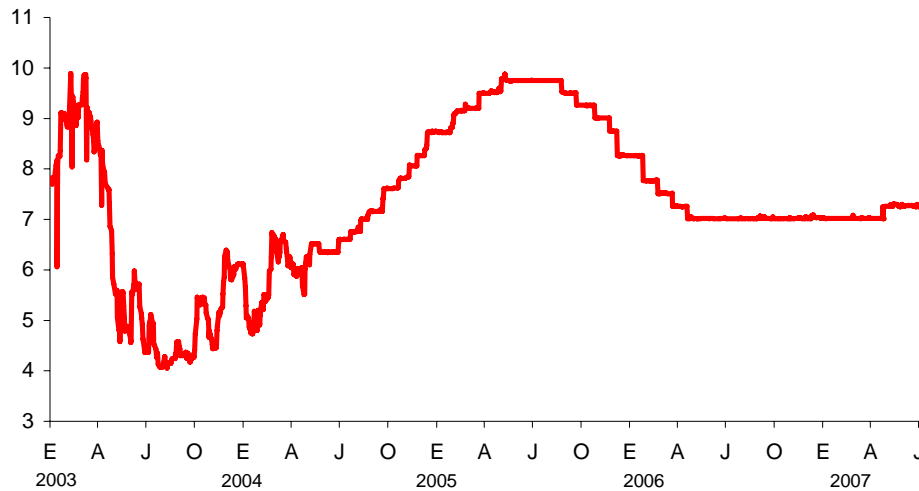
Como se mencionó, el entorno inflacionario en México se ha visto afectado desde mediados de 2006 por diversos choques de oferta, cuyos efectos propiciaron un repunte de la inflación en los últimos meses de ese año y en los primeros de 2007. Hasta ahora, la información disponible sugiere que el impacto sobre la inflación de los choques referidos será temporal, proviene del alza de precios de un número relativamente reducido de productos, y no parece haber contaminado el proceso de formación de precios en la economía. No obstante, hacia finales del primer trimestre del presente año el balance de riesgos para la inflación se tornó más adverso.

Del análisis de una amplia gama de indicadores se desprende que durante los primeros meses del año la tendencia de la inflación subyacente se mostró al alza, la proporción de la canasta del INPC creciendo a tasas anuales mayores que 4 por ciento presentó un incremento, y las expectativas de inflación de corto plazo se elevaron de manera considerable. Asimismo, el que la inflación general se haya situado por arriba del límite superior del intervalo de variabilidad de la meta de inflación acrecentaba el riesgo de contaminación del proceso de formación de precios en la economía.

En este contexto conviene señalar que cuando las presiones inflacionarias provienen del lado de la oferta, éstas suelen reflejar cambios en precios relativos, los cuales deberían afectar a la inflación únicamente de forma temporal. Por ello, en estos casos la recomendación de política suele ser que la autoridad monetaria no contrarreste dichas presiones. No obstante, de considerar el banco central que existe un riesgo elevado de que se contaminen las expectativas de inflación o el proceso de determinación de otros precios o, en su caso, de que el balance de riesgos muestre un deterioro significativo, la política monetaria debe restringirse para evitarlo.

Estas circunstancias dieron lugar a que en abril la Junta de Gobierno decidiera restringir de manera preventiva las condiciones monetarias en 25 puntos base, después de haberlas mantenido sin cambio desde mayo de 2006. Con esta acción, la tasa de fondeo bancario se incrementó a 7.25 por ciento (Gráfica 2). Esta medida fue adoptada a fin de alcanzar un mejor balance de riesgos para la inflación, en particular, con el propósito de evitar que el proceso de formación de precios y salarios en la economía se viera afectado por las perturbaciones de oferta que se habían venido presentando. Teniendo en consideración que las previsiones sobre el curso de la inflación general anual indicaban que, en ausencia de perturbaciones de oferta adicionales, ésta retomaría su tendencia descendente una vez que se desvanecieran los efectos de los choques de oferta mencionados, la Junta de Gobierno decidió mantener sin cambio las condiciones monetarias en mayo y junio.

Gráfica 2
Tasa de Interés de Fondeo Bancario
 Por ciento anual

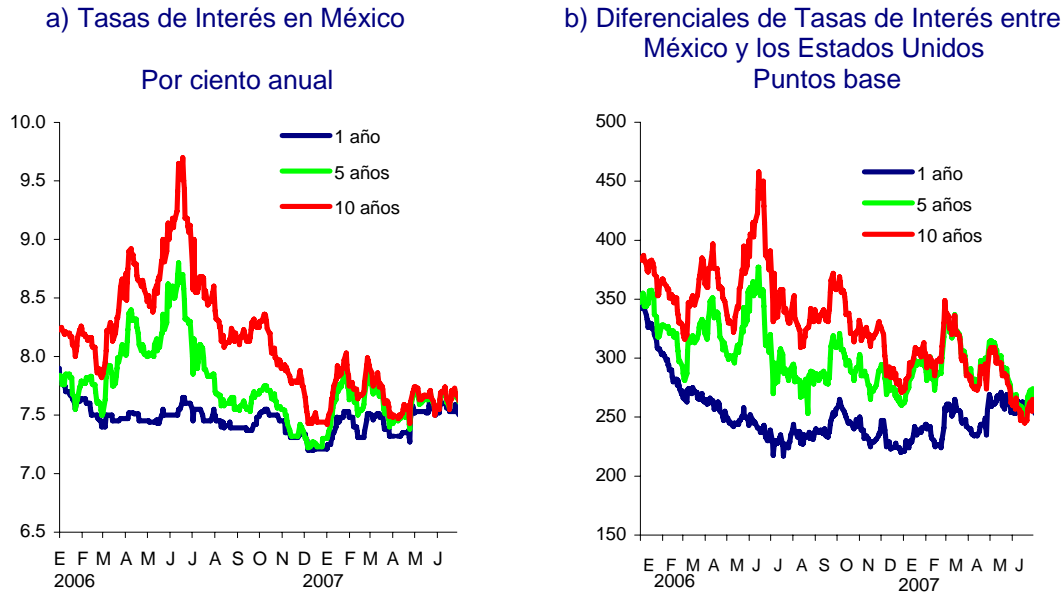


Por su parte, el comportamiento de la curva de rendimientos en México durante el primer semestre del año estuvo determinado, principalmente, tanto por las condiciones que prevalecieron en los mercados financieros internacionales, como por los efectos de las acciones que se tomaron en materia de política monetaria. Si bien durante los primeros meses del año se presentaron algunos episodios de volatilidad financiera internacional, principalmente asociados a un aumento en la incertidumbre respecto de la evolución de la actividad económica en los Estados Unidos, éstos fueron de corta duración y no afectaron de manera considerable la demanda por activos y divisas de países emergentes.

En particular, a pesar del incremento que durante el segundo trimestre de 2007 se observó en las tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos, en México los réditos de mediano y largo plazo se mantuvieron cercanos a sus niveles mínimos históricos (Gráfica 3a). En consecuencia, los diferenciales de tasas de interés respecto de las de los Estados Unidos a distintos plazos se redujeron considerablemente en el segundo trimestre del año, particularmente en lo que se refiere a los rendimientos de largo plazo (Gráfica 3b).

No obstante lo anterior, hacia finales del primer semestre del año los mercados financieros internacionales nuevamente comenzaron a mostrar cierta volatilidad, como resultado de los problemas en el mercado hipotecario en los Estados Unidos. Ello dio lugar a una disminución en el apetito por riesgo por parte de los inversionistas, lo que propició un ajuste en los mercados de valores y en los precios de los activos y divisas de las economías emergentes.

Gráfica 3
Tasas de Interés



III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

En el periodo enero-junio de 2007 la base monetaria registró un crecimiento anual promedio de 14.2 por ciento. Al respecto, cabe mencionar que durante 2006 ésta registró un crecimiento de 16.2 por ciento, el cual estuvo influido tanto por los efectos de un mayor crecimiento económico, como por la presencia de factores temporales, como el mayor uso de efectivo que, por lo general, se asocia con los procesos electorales federales. Así, si bien durante el primer semestre de 2007 continuó el proceso de remonetización, éste fue más moderado que el año anterior.¹

Durante el primer semestre de 2007, los activos internacionales netos se incrementaron en 1,629 millones de dólares para ubicarse en 77,933 millones de dólares a finales de junio. Por su parte, la base monetaria se redujo 41,094 millones de pesos en el mismo periodo. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó en 58,234 millones de pesos en el periodo.²

En un contexto en el que la actividad económica mostró una desaceleración respecto del año anterior, en el periodo enero-junio de 2007 las tasas de crecimiento anual de los agregados monetarios presentaron una trayectoria descendente. En el caso del agregado monetario M1, la desaceleración fue generalizada en todos sus componentes. En junio, dicho agregado presentó una tasa de crecimiento nominal anual de 6.7 por ciento. En lo que se refiere a la desaceleración de agregado monetario M2, que en junio

¹ Variaciones anuales calculadas con base en el promedio de saldos diarios del periodo.

² Las definiciones de activos internacionales y reserva internacional pueden ser consultadas en el glosario del Comunicado de Prensa sobre el Estado de cuenta del Banco de México (publicación semanal).

registró una tasa de crecimiento real anual de 5.2 por ciento, destacó el menor dinamismo de la captación bancaria y el hecho de que parte de los recursos del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) hayan sido invertidos en instrumentos financieros no incluidos en los agregados monetarios.³

El flujo anual de las fuentes de financiamiento de la economía al primer semestre de 2007 representó 3.3 por ciento del PIB (Cuadro 2). A este respecto, cabe destacar que la reducción en el monto de recursos destinados al sector público en los últimos años ha liberado recursos para financiar al sector privado. Así, durante el periodo de análisis el flujo de financiamiento a los hogares representó 1.8 puntos porcentuales del producto, mientras que los recursos destinados al financiamiento a las empresas ascendieron a 2.5 por ciento del PIB.

Cuadro 2
Fuentes y Usos de Recursos de la Economía
Porcentaje del PIB

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

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

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

2/ Saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP), reportados por la SHCP.

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

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

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

En el primer semestre de 2007, el crédito otorgado por la banca comercial al sector privado continuó expandiéndose a tasas elevadas. El crédito directo vigente de la banca comercial a los hogares registró un crecimiento real anual de 26.9 por ciento en junio del presente año.⁴ Por su parte, el crecimiento

³ En junio de 2007, el saldo del SAR invertido en valores financieros internos incluidos en el agregado monetario M2, tuvo un incremento real anual de 9 por ciento. Por su parte, el saldo total del SAR que adicionalmente incluye los recursos invertidos en activos financieros no incluidos en M2 (instrumentos de renta variable, valores gubernamentales emitidos en el exterior -Bonos UMS- y valores extranjeros de deuda), registró un crecimiento real anual de 12.4 por ciento.

⁴ El índice de morosidad, definido como la razón de cartera vencida a cartera directa total, del crédito de la banca comercial a los hogares se ubicó en 4.12 por ciento en junio de 2007 (4.96 por ciento para el crédito al consumo y 2.53 por ciento para el crédito a la vivienda), cifra superior en 0.92 puntos porcentuales a la observada en el mismo mes del año anterior. El incremento en la cartera vencida del crédito al consumo obedece, entre otras razones, a la expansión del crédito a sectores de la población sin un historial previo de crédito y, consecuentemente, con un riesgo crediticio mayor.

del financiamiento interno a las empresas se ha sustentado en mayor medida en el crédito de la banca comercial que en la emisión de deuda. Así, en junio el crédito directo vigente de la banca comercial a las empresas registró una tasa de crecimiento real anual de 26.6 por ciento, destacando la recuperación reciente del crédito vigente a las manufacturas.⁵ Por lo que se refiere al mercado de deuda corporativa de mediano plazo, en junio de este año registró un incremento real anual de 4.2 por ciento.

IV. Conclusiones

Durante el primer semestre del año la inflación registró niveles elevados. Ello como consecuencia de una serie de perturbaciones de oferta que desde mediados de 2006 afectaron tanto la inflación general como la subyacente.

Entre los riesgos de corto plazo que enfrenta actualmente la inflación conviene destacar lo siguiente:

- i) Se mantiene elevada la incertidumbre acerca de los precios de algunos productos alimenticios.
- ii) La expectativa de que la inflación general continúe en el corto plazo en niveles elevados acrecienta el riesgo de que puedan presentarse mayores secuelas para otros precios.
- iii) Las cotizaciones de los energéticos han mostrado, por una parte, niveles elevados y, por otra, importantes fluctuaciones. Asimismo, las cotizaciones de otras materias primas, tales como los metales, se mantienen volátiles.
- iv) Las modificaciones al régimen tributario derivadas de la recién aprobada reforma hacendaria podrían generar presiones transitorias sobre la inflación general.

Por otra parte, es oportuno señalar que el esfuerzo para conducir y consolidar a la inflación general en su meta de 3 por ciento ha venido enfrentando los siguientes riesgos:

- i) El ritmo de crecimiento de los precios de los servicios continúa elevado.
- ii) Las expectativas de inflación se mantienen por encima de la meta de 3 por ciento.

Por lo antes señalado, es claro que persisten diversos riesgos, sobre todo en lo que se refiere al proceso de elevados incrementos que han venido presentando los precios internacionales de los alimentos. Si bien nuestra

⁵ El índice de morosidad del crédito de la banca comercial a las empresas se ubicó en junio de 2007 en 1.03 por ciento mientras que en el mismo mes del año anterior había registrado 1.04 por ciento.



economía no ha sido la única que ha resentido fuertemente el alza en dichos precios, la elevada ponderación que estos productos tienen en el INPC, así como la existencia de diversas distorsiones en los mercados internos de dichos productos, acrecientan la vulnerabilidad de la inflación en México ante este proceso. Quizás una de las distorsiones más severas es la falta de competencia en algunas de las etapas de la cadena productiva de algunos alimentos. Como se ha mencionado anteriormente, es evidente que ello ha exacerbado el impacto de los incrementos en las cotizaciones internacionales de algunos alimentos sobre los precios internos.

Además, es importante mencionar que existen otros factores de riesgo que pudieran incidir, principalmente, sobre el crecimiento económico. Uno de los factores de riesgo de mayor importancia para la economía mexicana radica en la posibilidad de que el ritmo de crecimiento de la economía estadounidense resulte inferior al anticipado. Al respecto, destaca la posibilidad de que el mercado inmobiliario en dicho país presente un mayor deterioro, lo que también podría afectar a los mercados financieros y el acceso al financiamiento de las economías emergentes. De esta manera, si se prolongara la debilidad del mercado inmobiliario o ésta se acentuara, el consumo, que hasta ahora ha conservado cierto dinamismo, podría verse afectado, lo cual reduciría la demanda de los Estados Unidos por productos externos, incluyendo los provenientes de México.