

Resumen Informe Anual

2007



BANCO DE MEXICO

ABRIL, 2008

I. Introducción

En 2007, la economía mundial mostró un ritmo de crecimiento elevado, si bien la actividad económica en Estados Unidos presentó un menor dinamismo que en 2006, particularmente hacia el cuarto trimestre del año. Por otra parte, la inflación repuntó a nivel mundial. Estas presiones tuvieron su origen, principalmente, en el incremento en los precios de los energéticos y los alimentos. En diversas economías emergentes, la inflación también se vio impulsada por el crecimiento de la demanda interna.

Los mercados financieros internacionales mantuvieron condiciones holgadas de liquidez durante la primera mitad de 2007. Sin embargo, el agravamiento de las dificultades en el mercado de créditos hipotecarios de menor calidad en Estados Unidos en el segundo semestre del año, generó una crisis en los mercados financieros de ese país y otras economías avanzadas. A pesar del tamaño relativamente pequeño del mercado hipotecario de menor calidad, la crisis afectó de manera significativa a diversas instituciones vinculadas con este mercado. Además, la combinación de diversos factores propició que estas dificultades dieran lugar a la percepción entre los inversionistas de un mayor riesgo crediticio global. De esta forma, la crisis propició un endurecimiento generalizado de las condiciones crediticias.

Los bancos centrales de las economías avanzadas afectadas por este problema llevaron a cabo diversas acciones para restablecer el orden en los mercados financieros. En un principio, las medidas se enfocaron a inyectar montos elevados de liquidez en los mercados y a flexibilizar las condiciones de acceso al financiamiento del banco central. Posteriormente, varios bancos centrales de países industriales, particularmente el Banco de la Reserva Federal, redujeron sus tasas de interés de referencia, mientras que otros dejaron de incrementarlas para aminorar los efectos de la mayor astringencia en los mercados crediticios sobre el resto de la economía. Al hacerse evidente que estas medidas eran insuficientes, se tomaron acciones adicionales, incluyendo acciones coordinadas de los bancos centrales de varios países industriales. La incertidumbre en los mercados financieros se reflejó en el segundo semestre del año en un incremento en los diferenciales para la colocación de deuda soberana de las economías emergentes. No obstante, el impacto fue de menor magnitud que el registrado en etapas previas de turbulencia financiera.

Durante 2007, la actividad económica en México presentó un menor dinamismo que en el año anterior. El PIB registró un crecimiento real anual de 3.3 por ciento, que se compara con 4.8 por ciento en 2006. Esta desaceleración se originó, principalmente, por un menor crecimiento de la demanda externa, aunque también el gasto interno atenuó su ritmo de expansión. Por su parte, la disminución en el crecimiento de la masa salarial y en los ingresos por remesas del exterior contribuyeron a la desaceleración del gasto de consumo privado. La inversión, en particular la realizada por el sector privado, también redujo su tasa de crecimiento.

La evolución de la inflación en México durante 2007 se vio afectada por el alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas, particularmente, las utilizadas como insumos en la producción de alimentos. Así, la inflación general durante los primeros ocho meses del año fluctuó alrededor de 4 por ciento, ubicándose en niveles menores durante el último cuatrimestre para cerrar el año en 3.76 por ciento. A pesar del nivel de inflación observado, las

expectativas de los analistas sobre esta variable para horizontes de mediano y largo plazo se mantuvieron relativamente estables, si bien por arriba de la meta de 3 por ciento.

Bajo el entorno descrito, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió restringir las condiciones monetarias en dos ocasiones a lo largo del año. En abril, la postura monetaria se restringió de manera preventiva para alcanzar un mejor balance en cuanto a los riesgos asociados a la inflación y evitar que el alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas afectaran el proceso de formación de precios y salarios en la economía. Con ello, la tasa de interés de fondeo bancario se incrementó de 7.00 a 7.25 por ciento. Posteriormente, a raíz de una revisión al alza en las previsiones para la inflación y del deterioro en el balance de riesgos correspondiente, en octubre, una nueva restricción en las condiciones monetarias dio lugar a que la tasa de interés de fondeo bancario se incrementara a 7.50 por ciento. Esta acción tuvo el propósito de contribuir a evitar una posible contaminación del proceso de formación de precios y salarios y, a moderar las expectativas de inflación.

II. Entorno Internacional

Durante 2007, la expansión de la economía mundial continuó por cuarto año consecutivo a un ritmo elevado, a pesar de la pérdida de vigor de la economía estadounidense debido a la importante contracción de los sectores relacionados con la construcción residencial, y del surgimiento de serios problemas en los mercados financieros de Estados Unidos y otros países avanzados. En la zona del euro y en Japón el crecimiento también tendió a moderarse, si bien de manera menos pronunciada. El crecimiento de las economías emergentes, por el contrario, retuvo su dinamismo, aunque hacia finales del año mostró cierta desaceleración. La inflación tendió a aumentar durante 2007 tanto en los países industriales como en las economías emergentes, impulsada principalmente por los incrementos de los precios de la energía y los alimentos y, en los países emergentes, también por el fuerte crecimiento de la demanda interna. Por otra parte, el deterioro de los instrumentos financieros respaldados por hipotecas de menor calidad en Estados Unidos, desembocó durante el segundo semestre en un aumento de la aversión al riesgo en los mercados crediticios, que llevó a una crisis de liquidez y a una ampliación de las primas de riesgo. Ello obligó a los bancos centrales de los países afectados a adoptar diversas medidas, que incluyeron la inyección de liquidez a los mercados y, en algunos casos, la modificación de la postura de su política monetaria. Estos problemas resultaron en un incremento de los diferenciales de riesgo para las emisiones de deuda de las economías emergentes, sin embargo, dicho incremento fue menor al observado en episodios anteriores de turbulencia financiera.

Los precios del petróleo y los alimentos registraron fuertes incrementos durante 2007, constituyéndose en fuentes de presión inflacionaria importantes a nivel global. El precio del petróleo superó sus marcas históricas previas, llegando en noviembre a un nivel cercano a los 100 dólares por barril para el tipo West Texas International (WTI), debido a la creciente demanda de las economías de mercados emergentes, la turbulencia política en el Medio Oriente, la depreciación del dólar y un estancamiento de la oferta de países miembros y no miembros de la OPEP, entre otros factores. Por su parte, el alza de las cotizaciones de los alimentos resultó principalmente del aumento del consumo en los países

emergentes de rápido crecimiento, la demanda de bienes agrícolas para la producción de bio-combustibles y condiciones climáticas adversas.

Los mercados financieros en Estados Unidos estuvieron sujetos a tensiones durante 2007. Desde principios del año, se presentó una mayor preocupación por el crecimiento de los índices de morosidad de la cartera hipotecaria de menor calidad ("subprime"), y especialmente del segmento sujeto a tasas de interés ajustables. Aunque los deudores hipotecarios de menor calidad y los inversionistas que adquirieron estas hipotecas fueron los más afectados por el colapso de este mercado, diversos factores incidieron para generar un impacto sustancial en otros mercados financieros, a pesar del tamaño relativamente pequeño del mercado de hipotecas de alto riesgo.

La respuesta de los bancos centrales afectados por la crisis en el mercado hipotecario de menor calidad tuvo durante 2007 varias dimensiones. Las medidas adoptadas incluyeron inyecciones de liquidez a los mercados financieros, la flexibilización de las condiciones para acceder a financiamiento de los bancos centrales, acciones concertadas por parte de varios de ellos y modificaciones a su postura de política monetaria.

En una primera etapa, las acciones de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo (BCE), entre otros bancos centrales, se enfocaron a inyectar considerables montos de recursos con el fin de asegurar la liquidez en los mercados financieros. Estas medidas fueron apoyadas posteriormente con esfuerzos en otras áreas. Así, a mediados de agosto el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos redujo en 50 puntos base la tasa de descuento y amplió el plazo en las operaciones de financiamiento mediante la ventanilla de descuento. Posteriormente, en septiembre, dicha institución redujo en 50 puntos base su objetivo para la tasa de fondos federales.

Esas primeras medidas tuvieron un efecto positivo en los mercados. Sin embargo, el anuncio de pérdidas elevadas en bancos comerciales y aseguradoras de bonos dio lugar a un nuevo episodio de turbulencia a finales de 2007. En este contexto, la Reserva Federal introdujo en diciembre un mecanismo para inyectar fondos al sistema financiero a través de subastas (denominado Temporary Auction Facility), con el objetivo de superar algunas de las limitaciones de la ventanilla de descuento. Adicionalmente, los bancos centrales de varios países industriales coordinaron esfuerzos para inyectar liquidez en los mercados. Asimismo, algunos bancos centrales, incluyendo la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá disminuyeron sus tasas de política, en tanto que el BCE y el Banco de Japón se abstuvieron de modificar sus tasas. El gobierno de Estados Unidos introdujo además una serie de medidas para evitar el aumento de las tasas de mora y embargo sobre créditos hipotecarios.

Nuevamente, las medidas implementadas tendieron a estabilizar los mercados, bajando las primas de riesgo, pero sin resolver el problema de manera definitiva. Así, hacia finales del año el diferencial entre las tasas interbancarias y el rendimiento de los bonos gubernamentales se ubicaba todavía en niveles elevados. De esta forma, las dificultades en los mercados financieros internacionales aumentaron de manera importante los riesgos a la baja para el crecimiento económico, particularmente en Estados Unidos.

Durante 2007, las economías de Japón y la zona del euro mostraron una vigorosa expansión económica, si bien menor que la observada en 2006. Cabe señalar que la actividad económica de la zona del euro se debilitó a finales del año, como resultado de las dificultades en los mercados financieros y el impacto de los elevados precios del petróleo sobre el ingreso real disponible. Por

su parte, la economía de Japón redujo su ritmo de expansión en 2007, el cual estuvo basado en la fortaleza de la inversión y las exportaciones.

Los problemas en los mercados financieros internacionales durante 2007 tuvieron un menor impacto sobre las economías emergentes que episodios previos de turbulencia financiera. Lo anterior se explica en parte por la mejora en las condiciones económicas fundamentales de este grupo de países en años recientes, así como por la trayectoria favorable de sus términos de intercambio. Además, en general las instituciones financieras de estas economías no están expuestas de manera importante a activos respaldados por hipotecas de menor calidad. Los flujos de capital a las economías emergentes permanecieron en niveles elevados a pesar de los episodios de nerviosismo. Por otra parte, si bien los mercados accionarios de estos países se vieron contagiados por los eventos en las economías avanzadas, al finalizar el año presentaron ganancias. Las primas de riesgo soberano para las economías emergentes mostraron durante 2007 por primera vez en varios años una tendencia alcista, luego de alcanzar mínimos históricos a mediados del año, como resultado del aumento en la percepción de riesgo global. No obstante, dichas primas se mantuvieron en niveles reducidos en términos históricos.

III. Evolución de la Economía: Panorama General

III.1. Actividad Económica

Durante 2007 la actividad económica en el país mostró una desaceleración que comprendió al producto y a los distintos renglones de la demanda agregada, pero principalmente, al de las exportaciones de bienes y servicios. Esto último en respuesta a una desaceleración de la demanda externa proveniente de Estados Unidos. Así, ese año el PIB registró un crecimiento de 3.3 por ciento, tasa inferior a la 4.8 por ciento observada en 2006. En 2007 el aumento del producto se derivó de incrementos en los tres sectores que lo integran, resultando más elevado en los servicios que en el agropecuario y el industrial. El avance de este último fue modesto, particularmente, en su componente de producción manufacturera.

En general, los principales aspectos que caracterizaron la evolución de la actividad económica en México en 2007, fueron los siguientes:

- a) La demanda agregada y el PIB registraron crecimientos menores que los observados en 2006. La menor expansión de la demanda comprendió a sus dos componentes: el interno y el externo.
- b) En la demanda agregada, el gasto de consumo privado se desaceleró, pero continuó siendo el renglón que mayor contribución aportó al aumento del PIB real, seguido por la formación bruta de capital. En el consumo privado, su expansión más moderada respondió a varios factores, entre los que destacan: el financiamiento a ese rubro de gasto mantuvo una variación anual elevada, pero menor que en el año precedente; los indicadores de masa salarial en términos reales presentaron un menor crecimiento anual; el ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares registró una fuerte desaceleración; y se debilitaron los indicadores de confianza y de clima de negocios, al

igual que los pronósticos sobre crecimiento económico en el país. Esto último pudo haber impactado adversamente al gasto privado.

- c) La inversión creció por cuarto año consecutivo a un ritmo superior al que registró el PIB. Dicho comportamiento reflejó aumentos de los gastos de inversión tanto del sector público como el privado.
- d) El nivel de gasto público en 2007, medido en las cuentas nacionales, superó al del año anterior, como resultado principalmente de un incremento importante de su componente de inversión. Tal aumento fue favorecido por mayores ingresos públicos derivados de los elevados precios que registró la mezcla mexicana de petróleo de exportación.
- e) Las exportaciones de bienes y servicios constituyó el renglón de la demanda agregada que redujo de manera más importante su crecimiento anual.
- f) La expansión anual del producto en su componente de bienes no comerciables superó a la registrada por el de comerciables.

III.2. Empleo, Remuneraciones y Productividad

El menor ritmo de crecimiento que registró el PIB en 2007 con relación que el observado el año previo, tendió a desacelerar la demanda de trabajo, particularmente en el sector formal en la economía.

Los aspectos sobresalientes de la evolución del mercado laboral en 2007, fueron los siguientes:

- a) El número de trabajadores afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) mostró un aumento importante, pero menor que en 2006.
- b) El aumento de la ocupación formal se derivó de alzas tanto de los trabajadores eventuales urbanos como de los permanentes, resultando más significativo el crecimiento de los primeros.
- c) El crecimiento del número de trabajadores afiliados al IMSS fue mayor en el sector servicios que en el industrial.
- d) La mejoría que registró el empleo formal en 2007 no implicó una mayor escasez de recursos humanos calificados.
- e) La proporción de la población ocupada en actividades informales y la tasa de subocupación se mantuvieron elevadas a lo largo del año.
- f) Los principales indicadores salariales tuvieron una evolución mixta en su ritmo de crecimiento. El ingreso nominal del personal ocupado remunerado, según los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), registró una variación promedio de menor a la observada en 2006. En contraste, el salario base de cotización al IMSS y los salarios contractuales mostraron un repunte.
- g) El producto por trabajador para el total de la economía, calculado con información de la ENOE y de Cuentas Nacionales, mostró un incremento promedio menor al del año previo.

III.3. Sector Externo

El menor crecimiento que registró en 2007, tanto la demanda agregada como el PIB, se tradujo en un saldo deficitario reducido de la cuenta corriente de la balanza de pagos, medido con relación al PIB. En general, en la evolución del sector externo en 2007 sobresalieron los siguientes aspectos:

- a) Las exportaciones no petroleras mostraron un crecimiento significativo, pero menor que el observado en 2006. Tal resultado reflejó una desaceleración de la demanda proveniente de Estados Unidos. En contraste, las exportaciones destinadas a otros mercados mantuvieron su dinamismo, que propició que aumentara su participación en la exportación no petrolera. Lo anterior fue favorecido por la depreciación que presentó la cotización del peso mexicano con relación a otras principales monedas distintas al dólar estadounidense.
- b) El valor de las exportaciones petroleras alcanzó un monto sin precedentes que reflejó los elevados precios del crudo que prevalecieron durante el año. No obstante, esto fue superado por el crecimiento que registraron las importaciones de productos petroleros. Lo anterior implicó que se redujera el superávit de la balanza comercial de productos petroleros con relación al observado en 2006.
- c) Las importaciones de mercancías presentaron en 2007 un crecimiento importante, pero menor que el registrado en 2006. Tal evolución respondió a la desaceleración que observaron en el año tanto el producto como la demanda agregada.
- d) El ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares mostró una fuerte desaceleración que comprendió a las distintas entidades del país.
- e) Un superávit en la cuenta de capital como resultado neto de los siguientes conceptos: entrada elevada de recursos por inversión extranjera; endeudamiento con el exterior por parte del sector privado; y por financiamiento externo dirigido a proyectos Pidiregas; y egresos derivados tanto de desendeudamiento con el exterior del sector público como de un aumento de los activos en el exterior.
- f) El monto de inversión extranjera directa en 2007 constituyó el segundo más elevado que ha registrado la economía mexicana, sólo superado por el observado en 2001.
- g) Incremento importante de la reserva internacional neta.

III.4. Finanzas Públicas

En 2007, el resultado del balance económico del sector público federal fue congruente con la meta de mantener el equilibrio presupuestal, al registrar un superávit de 0.01 puntos del PIB. Cabe destacar que el equilibrio fiscal se alcanzó con niveles de ingresos y gastos presupuestales mayores a los originalmente programados, debido a que los ingresos excedentes que se recibieron en el año dieron lugar a un incremento similar en el gasto público, de acuerdo a los mecanismos definidos en la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria (LFPyRH) y en la Ley de Ingresos de la Federación para 2007 (LIF-2007).

Durante 2007, los ingresos presupuestarios representaron 25.5 puntos del PIB (2,485.6 miles de millones de pesos, mmp). En este resultado destaca el dinamismo que mostraron los rubros de ingreso distintos a los petroleros, lo que propició un cambio en la tendencia de los ingresos públicos observada en los últimos años.

En 2007, los ingresos presupuestarios fueron superiores en 247.2 mmp (2.5 puntos del PIB) a los programados en la LIF-2007. Como resultado de ello, en 2007, el gasto presupuestario superó en 244.6 miles de millones de pesos (10.9 por ciento) su nivel programado. Estos recursos y las reglas para su aplicación, propiciaron una mayor orientación de las erogaciones programables hacia el gasto de capital respecto a la tendencia que se venía observando en años anteriores.

En 2007, el gasto público presupuestario representó 25.4 puntos del PIB (2,483.0 miles de millones de pesos). Respecto a 2006, el gasto público creció 5.9 por ciento en términos reales debido al incremento de las erogaciones programables (10.0 por ciento real), en particular del gasto de capital.

III.5. Agregados Monetarios y Crediticios

Al cierre de 2007, el saldo de la base monetaria ascendió a 494.7 mil millones de pesos. En este año, la base monetaria creció a una tasa nominal anual promedio de 12.7 por ciento, lo que significó una reducción en su tasa de crecimiento respecto a la observada en 2006 de 16.2 por ciento promedio anual. El menor ritmo de crecimiento de la base monetaria se debió a una disminución del crecimiento de la actividad económica y al desvanecimiento de factores temporales que tuvieron lugar durante 2006, como el mayor uso de efectivo que, por lo general, se asocia con los procesos electorales federales.

En 2007, los activos internacionales netos se incrementaron en 10,931 millones de dólares para ubicarse en 87,235 millones de dólares al cierre del año. Por su parte, la base monetaria se incrementó en 44,922 millones de pesos durante 2007. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México se redujo en 73,562 millones de pesos en el año.

En un entorno caracterizado por una moderación en el crecimiento de la actividad económica, los agregados monetarios mostraron en 2007 un menor dinamismo que el observado en 2006. En lo que respecta al agregado monetario M1, éste registró una variación nominal anual promedio de 9.7 por ciento, inferior en 5.9 puntos porcentuales a la observada un año antes. A este menor crecimiento contribuyó la desaceleración de todos sus componentes. El agregado monetario M2, que incluye al agregado monetario M1 y el ahorro de los residentes en activos financieros internos a plazo, presentó una variación real anual promedio de 6.3 por ciento, inferior en 4.2 puntos porcentuales a la registrada en 2006. El agregado monetario M4 presentó una tasa de crecimiento real anual promedio de 7.2 por ciento, en tanto que un año antes este agregado creció 11.1 por ciento promedio en términos reales. Dicho comportamiento fue resultado de la desaceleración del ahorro en activos financieros internos de los residentes (M2), misma que fue parcialmente compensada por el mayor dinamismo del ahorro financiero de los no residentes.

Durante 2007 continuó la expansión del financiamiento al sector privado que se ha venido observado en los últimos años. En diciembre, el saldo de financiamiento total al sector privado no financiero representó 32.6 por ciento del producto, cifra superior en dos puntos porcentuales a la observada al cierre de 2006. Por otra parte, este agregado registró una variación real anual de 9.6 por ciento durante el año (15.5 por ciento real anual en 2006).

El crecimiento del financiamiento a los hogares, tanto el crédito para el consumo como el destinado a la adquisición de vivienda, presentó un menor dinamismo en 2007, con respecto al observado en años anteriores. El crédito total a los hogares registró una variación real anual de 8.9 por ciento, para representar al cierre de 2007 14.7 por ciento del producto. El crédito al consumo mostró una variación real anual de 18.1 por ciento (28.9 por ciento en 2006), con lo que al cierre de 2007 representó 5.4 por ciento del PIB.

Por su parte, el saldo del financiamiento total a las empresas privadas no financieras creció a una tasa real anual de 10.2 por ciento, para representar al cierre de 2007 18 por ciento del PIB. En 2007, el financiamiento interno a las empresas privadas no financieras tuvo un incremento real anual de 16.4 por ciento, el más elevado en los últimos años. Por su parte, al cierre de 2007 el crédito de la banca comercial a las empresas privadas no financieras tuvo un crecimiento de 30.5 por ciento real anual.

III.6. Inflación

La inflación general anual al cierre de 2007 fue de 3.76 por ciento, cifra menor en 0.29 puntos porcentuales respecto del resultado obtenido en diciembre de 2006 (4.05 por ciento). En particular, durante los primeros ocho meses del año que se reporta, este indicador tuvo un nivel promedio de 4.05 por ciento; sin embargo, en los últimos cuatro meses mostró menores tasas de variación, registrando un promedio de 3.81 por ciento.

La evolución de la inflación en 2007 estuvo determinada, por tres factores: primero, una dinámica creciente de los precios de los alimentos procesados, como respuesta a las perturbaciones de oferta que se presentaron a nivel mundial, presionando las cotizaciones de algunas materias primas básicas; segundo, por una inflación no subyacente que mantuvo un nivel elevado durante los primeros ocho meses del año, para descender en los últimos cuatro meses como consecuencia de bajas en las cotizaciones de los productos agropecuarios, así como por el congelamiento de los precios de algunos bienes administrados (gasolina magna, gas LP y electricidad); y tercero, la dilución de perturbaciones de oferta que se presentaron en 2006, entre ellas destaca la desinflación del grupo de la vivienda como resultado del menor ritmo de crecimiento de los precios de los materiales para la construcción.

La inflación subyacente anual en diciembre de 2007 fue 4.00 por ciento (3.61 por ciento en diciembre de 2006). La trayectoria alcista que mostró a lo largo de 2007 se vio influida, en lo principal, por la evolución del subíndice subyacente de alimentos, el cual se vio parcialmente compensado por menores tasas de inflación en el componente subyacente de servicios, destacando el grupo de la vivienda.

Al cierre de 2007, el índice no subyacente del INPC observó una menor tasa de crecimiento anual respecto del año previo (pasó de 4.96 a 3.27 por ciento). Dicha baja en la inflación no subyacente es consecuencia de la evolución de los precios de los subíndices agropecuario, y de los bienes y servicios administrados y concertados, que mostraron un descenso a lo largo del año.

IV. Política Monetaria y Cambiaria durante 2006

IV.1. Política Monetaria

Durante 2007, la Junta de Gobierno del Banco de México restringió en dos ocasiones las condiciones monetarias. La primera de ellas fue en el mes de abril después de haber mantenido las condiciones monetarias sin cambio desde abril de 2006. Esto llevó la tasa de fondeo bancario de 7.00 a 7.25 por ciento a finales de abril de 2007, nivel en el que permaneció hasta el mes de octubre, cuando la Junta restringió por segunda ocasión en el año las condiciones monetarias en 25 puntos base. Con ello la tasa de fondeo bancario se incrementó a 7.50 por ciento, nivel en el que permaneció el resto del año.

En 2007, el entorno inflacionario en México se vio afectado por diversas perturbaciones de oferta, las cuales tuvieron su origen, principalmente, en los fuertes incrementos de las cotizaciones internacionales de los alimentos. En particular, el que dichas perturbaciones hayan sido persistentes y de magnitud considerable, así como su importancia en términos de la ponderación de los precios de los productos afectados en el INPC, propiciaron que tanto la inflación general anual, como la inflación subyacente anual, presentaran un repunte.

El Banco de México da seguimiento a una amplia gama de indicadores, para evaluar las condiciones que afectan a la inflación, así como sus perspectivas. Al considerar la evolución de estos indicadores, se deduce que, en el año, los efectos de las perturbaciones de oferta se concentraron en los precios de ciertos genéricos, es decir, el repunte de la inflación de los alimentos en 2007 no parece haber afectado de manera importante los precios de otros genéricos. Asimismo, los efectos de dichas perturbaciones sobre las expectativas de inflación se concentraron en los horizontes de menor plazo, por lo que no afectaron de manera significativa el proceso de formación de precios en la economía ni las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.

Del análisis que se presenta en este Informe se infiere que la coyuntura que enfrentó la política monetaria durante 2007 fue compleja. Por un lado, la información disponible indicaba que no parecía haber elementos que sugirieran la existencia de presiones inflacionarias generalizadas provenientes de la evolución de la demanda agregada. Las expectativas de inflación de largo plazo se mantuvieron relativamente estables y las negociaciones salariales no mostraron señales de contaminación. Por otro lado, la persistencia de los choques que afectaron la inflación de alimentos fue un motivo central de preocupación.

En el contexto antes descrito, como se mencionó anteriormente, la Junta de Gobierno del Banco de México consideró conveniente reforzar de manera preventiva la postura de política monetaria en abril. El propósito de

adoptar una postura de política monetaria más restrictiva fue contar con un mejor balance con relación a los riesgos de inflación y evitar que las expectativas de inflación, los precios y los salarios se vieran afectados por los choques de oferta que se habían presentado.

Posteriormente, en el Informe sobre la Inflación correspondiente al periodo Julio-Septiembre de 2007, el Banco de México revisó al alza sus previsiones para la Inflación para los trimestres inmediatos. Esta revisión obedeció, por una parte, a la previsión de que la inflación se situaría en niveles elevados por algunos trimestres como resultado de los efectos de los choques de oferta sobre los precios de los alimentos. Por otra parte, a raíz de las modificaciones tributarias aprobadas en 2007, con efectos a partir de 2008, se anticipaban presiones adicionales sobre la inflación, derivadas del posible traspaso de la carga fiscal adicional de las empresas al consumidor vía incrementos de precios. No obstante, se preveía que estos ajustes sobre el nivel general de precios serían de una sola vez, por lo que su impacto sobre la inflación anual se anticipaba transitorio. Cabe señalar que las previsiones para la inflación dadas a conocer por el Instituto Central a partir del referido Informe abarcan un horizonte móvil de dos años (ocho trimestres).

Teniendo en consideración la revisión al alza en sus previsiones para la inflación, así como los elementos de riesgo asociados a las mismas, la Junta de Gobierno decidió en octubre restringir por segunda ocasión en el año las condiciones monetarias en 25 puntos base. Ello con el propósito de contribuir, por un lado, a evitar la posible contaminación del proceso de formación de precios y salarios y, por otro, a moderar las expectativas de inflación.

Por lo que se refiere al comportamiento de la curva de rendimientos en México, éste estuvo determinado tanto por los efectos de las acciones de política monetaria, como por las condiciones que prevalecieron en los mercados financieros internacionales. Por un lado, las decisiones de la Junta de Gobierno de restringir las condiciones monetarias en abril y octubre dieron lugar a un incremento en los rendimientos de corto plazo. Por otro, la disminución en el apetito por riesgo a nivel global dio lugar a que durante la segunda mitad del año las tasas de interés de mediano y largo plazo se incrementaran. En particular, después de la restricción de las condiciones monetarias en abril, la curva de rendimientos presentó un “aplanamiento” en el segundo trimestre del año. Un comportamiento similar se presentó en los días posteriores al incremento de 25 puntos base en la tasa de corto plazo en octubre. Sin embargo, este último “aplanamiento” se revirtió durante los meses de noviembre y diciembre debido al aumento en las tasas de interés de mayor plazo que resultó, principalmente, de la disminución en el apetito por riesgo en los mercados internacionales.

El incremento referido en las tasas de interés en México, en combinación con una disminución en las tasas de interés en Estados Unidos, dio lugar a que durante el año se presentara un incremento importante en los diferenciales de tasas de interés entre ambos países, principalmente durante el segundo semestre del año, cuando se intensificaron los problemas en el mercado de créditos hipotecarios en Estados Unidos.

Es importante mencionar que, ante la reducción en el apetito por riesgo que se presentó en los mercados financieros internacionales durante los últimos meses de 2007, el ajuste en los mercados internos fue, en términos generales, ordenado en relación con otros episodios de turbulencia en los mercados

internacionales. Este resultado es atribuible a múltiples factores, entre los que destacan la mejoría en la percepción de riesgo soberano, y el desarrollo y profundización de los mercados internos de dinero y cambiario.

IV.2. Política Cambiaria

Durante la primera parte de 2007, las condiciones en los mercados financieros internacionales continuaron siendo, al igual que en los años anteriores, favorables. Sin embargo, durante el segundo semestre tuvo lugar una transición hacia un entorno de mayor volatilidad, caracterizado por un menor apetito por riesgo por parte de los inversionistas. Ello condujo a condiciones más astringentes en los mercados de crédito, reflejadas en un incremento en los márgenes para la colocación de deuda de las economías emergentes respecto de las correspondientes en Estados Unidos.

En un entorno en el que las cotizaciones internacionales de ciertas materias primas se incrementaron, en adición al aumento en los diferenciales de tasas de interés respecto a Estados Unidos, el tipo de cambio nominal de algunas economías emergentes para las que un componente importante de sus exportaciones corresponde a materias primas, mostró una tendencia hacia la apreciación durante 2007. Este es el caso de Brasil, Colombia y, en menor medida, Chile. En México, la actividad exportadora es principalmente manufacturera, por lo que el tipo de cambio nominal presentó una ligera depreciación.

V. Consideraciones Finales

En 2007, la economía mundial registró un crecimiento dinámico, aunque hacia finales del año comenzó a observarse un debilitamiento importante en la economía de Estados Unidos. En lo que respecta a la inflación, el incremento en los precios de los energéticos y de los alimentos en los mercados internacionales dio lugar a presiones inflacionarias a nivel mundial. Esta situación se vio exacerbada en las economías emergentes por la elevada ponderación que los alimentos tienen en sus canastas de consumo y, en algunos casos, por el fuerte crecimiento de su demanda interna. Por otra parte, la crisis en los mercados financieros de algunas economías avanzadas en la segunda parte del año tuvo un menor impacto sobre las economías emergentes en relación con otros episodios de turbulencia financiera experimentados en el pasado. Ello debido, en parte, a fundamentos económicos más sólidos, a la mejoría en los términos de intercambio de algunas de estas economías y a una reducida exposición a los problemas en el mercado hipotecario de menor calidad en Estados Unidos.

La economía mexicana registró en 2007 un menor crecimiento que en 2006. Ese menor dinamismo de la actividad económica se originó principalmente por una desaceleración de la demanda externa, aunque también el gasto interno atenuó su crecimiento anual. El PIB mostró en 2007 un crecimiento de 3.3 por ciento (4.8 por ciento en 2006), que se originó de avances en los tres sectores que lo integran, pero sobresalió el del sector servicios. Por otra parte, la expansión del sector industrial fue modesta (1.4 por ciento), como reflejo de un

reducido crecimiento de la industria manufacturera que, a su vez, respondió a la desaceleración de la demanda externa. El menor crecimiento de la actividad económica en 2007 se tradujo en una desaceleración de la demanda de trabajo.

Durante 2007, el entorno inflacionario en México se vio afectado por el incremento en la inflación mundial de alimentos. En este sentido, la elevación de las cotizaciones internacionales de los granos y de los lácteos tuvo un impacto importante sobre los precios internos de diversos productos que utilizan dichos bienes como insumos. El impulso alcista fue parcialmente contrarrestado por la dilución de perturbaciones de oferta que se presentaron durante 2006, destacando en particular la desinflación en el grupo de la vivienda al observarse un menor ritmo de crecimiento en los precios de los materiales para la construcción. Además, la tasa de variación anual del índice no subyacente mostró un movimiento lateral durante los primeros ocho meses del año, para posteriormente observar un descenso en los siguientes meses. Así, el nivel relativamente elevado que exhibió la inflación durante 2007 no afectó de manera significativa el proceso de formación de precios y salarios en la economía.

En el entorno antes descrito, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió restringir las condiciones monetarias en dos ocasiones durante el año. En abril, la postura monetaria se restringió de manera preventiva con el propósito de alcanzar un mejor balance en cuanto a los riesgos de inflación y evitar que el proceso de formación de precios y salarios en la economía se viera afectado por los choques de oferta que se habían presentado. Por su parte, en un contexto en el que las previsiones para la inflación se revisaron al alza y el balance de riesgos correspondiente se deterioró, la postura monetaria se restringió por segunda ocasión en octubre. Ello, con la finalidad de evitar una posible contaminación del proceso de formación de precios y salarios, y contribuir a la moderación de las expectativas de inflación.