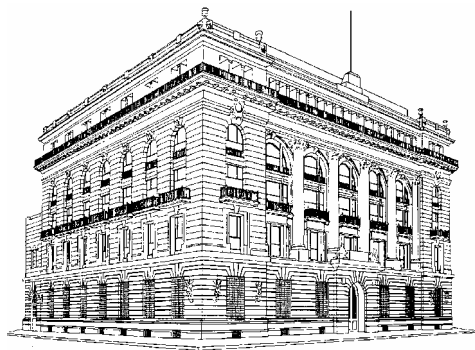


Informe sobre la Inflación

Abril – Junio 2006



BANCO^{DE}MEXICO

JULIO, 2006

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÚÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 28 de julio de 2006. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2006

1. Introducción.....	1
2. Evolución Reciente de la Inflación.....	3
2.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2006.....	3
2.2. Índice Nacional de Precios Productor	6
3. Principales Determinantes de la Inflación.....	7
3.1. Entorno Externo	7
3.1.1. Actividad Económica Global	7
3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación.....	8
3.1.3. Mercados Financieros.....	11
3.1.4. Perspectivas	13
3.2. Demanda y Oferta Agregadas en México	14
3.2.1. Indicadores de Demanda y Oferta Agregadas.....	14
3.2.2. Empleo.....	18
3.2.3. Sector Externo	21
3.3. Costos y Precios	24
3.3.1. Salarios y Costo Unitario de la Mano de Obra.....	24
3.3.2. Bienes y Servicios Administrados y Concertados.....	25
3.3.3. Materias Primas Alimenticias y Metales.....	27
3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios.....	28
3.4.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales	28
3.4.2. Agregados Monetarios y Financiamiento.....	30
4. La Política Monetaria durante el Segundo Trimestre de 2006.....	33
5. Balance de Riesgos y Conclusiones	37

1. Introducción

La evolución reciente de la economía mundial y sus perspectivas continúan siendo positivas, si bien los riesgos que enfrenta este panorama se han acentuado respecto de lo reportado en el anterior Informe sobre la Inflación. La información más reciente apunta a que la composición del crecimiento mundial podría estarse modificando. En particular, diversos indicadores sugieren que el ritmo de actividad económica en los Estados Unidos está presentando una desaceleración gradual. Esta situación proviene, principalmente, de una menor actividad en el sector de la vivienda y de un menor crecimiento del consumo privado. Por otra parte, la actividad económica en Europa y Japón continúa recuperándose, mientras que en China y en otros países asiáticos mantiene una fuerte expansión.

El vigor con el que ha crecido la economía mundial, y en particular el dinamismo de algunas economías asiáticas que hacen un uso intensivo de diversos energéticos, han mantenido presionados los precios internacionales del petróleo y han propiciado que su volatilidad se haya incrementado. A ello también han contribuido diversas restricciones para incrementar la oferta de estos productos, así como mayores tensiones de índole geopolítica en algunas regiones del mundo, debido a lo cual dichos precios han registrado niveles máximos recientemente.

La confluencia de elevados precios internacionales de los energéticos y de otras materias primas y de un aumento en la utilización de los recursos productivos, ha conducido a mayores presiones sobre la inflación a nivel global. Este deterioro en el entorno inflacionario ha propiciado un aumento en la incertidumbre sobre la reacción correspondiente por parte de los principales bancos centrales y el nivel que alcanzarían las tasas de interés.

El panorama descrito ha tenido diversas consecuencias. Por un lado, la percepción de mayores tasas de interés en los países industrializados ha acentuado los riesgos de un descenso en el crecimiento mundial. Por otro, se ha incrementado la aversión al riesgo por parte de los inversionistas, lo que se ha traducido en un aumento en la volatilidad de los mercados financieros internacionales, y en un ajuste en los precios de diversos activos y divisas, principalmente en economías emergentes. Estos últimos también se han visto afectados por la reversión de posiciones financiadas en mercados en donde los réditos de corto plazo se encuentran al alza. Es importante destacar que los activos y divisas más afectados fueron los de aquellos países emergentes con elevados requerimientos de financiamiento externo y, en general, con una situación económica menos sólida, según la percepción de los mercados. Sin embargo, cabe señalar que parte de los movimientos referidos en los precios de los activos y divisas se han revertido en las últimas semanas.

Debe resaltarse que el ajuste observado en los mercados financieros internacionales se presenta después de que diversas primas de riesgo habían alcanzado niveles mínimos históricos. Asimismo, una gama de indicadores sobre la rentabilidad de las empresas muestra que éstas se encuentran en una situación financiera sólida, al tiempo que las tasas de interés de largo plazo en los

mercados desarrollados aún se mantienen relativamente reducidas en términos históricos. En este contexto, los recientes acontecimientos en los mercados financieros mundiales parecerían formar parte de una corrección propia de la fase del ciclo en la que se encuentran.

Los mercados financieros en México se han visto afectados tanto por el menor apetito por riesgo a nivel global, como por cierta incertidumbre asociada al proceso electoral del presente año. Sin embargo, el ajuste ante estas circunstancias ha sido ordenado y con costos reducidos en términos de inflación y crecimiento. Ello, en virtud de la estabilidad económica alcanzada en los últimos años, así como de la profundidad de nuestros mercados financieros. De hecho, en las últimas semanas se han venido revirtiendo los movimientos que se presentaron en el tipo de cambio y en los precios de otros activos.

La actividad económica en México continuó expandiéndose significativamente durante el segundo trimestre del año. Este resultado estuvo sustentado en el crecimiento de los distintos rubros de la demanda agregada, tanto de su componente interno como del externo. El avance del primero respondió al persistente dinamismo del gasto de consumo, así como a un mayor crecimiento de la inversión. En el segundo caso sobresalió el aumento en las exportaciones manufactureras, en especial las del sector automotriz. Es pertinente señalar que la evolución del gasto interno continuó siendo favorecida por los ingresos de remesas familiares y por las exportaciones de crudo.

Por su parte, el entorno inflacionario en México sigue siendo favorable: al cierre del segundo trimestre la inflación general se situó en 3.18 por ciento a tasa anual, mientras que la subyacente lo hizo en 3.22 por ciento. Este último rubro ha presentado un ligero incremento asociado, entre otros factores, al alza en los precios internacionales de diversos materiales utilizados en la construcción de vivienda.

Estos resultados han contribuido a que las expectativas de inflación se hayan mantenido en niveles reducidos. Así, las recabadas por el Banco de México en junio, referentes a la inflación general para los cierres de 2006, 2007 y 2008 fueron de 3.36, 3.52 y 3.54 por ciento. Por su parte, en dicha encuesta las expectativas para la inflación subyacente para el cierre de 2006 se ubicaron en 3.28 por ciento.

Considerando el escenario descrito, la Junta de Gobierno del Banco de México permitió una reducción de las condiciones monetarias internas en su comunicado de política monetaria de abril, y destacó que, para el futuro previsible, no existía espacio disponible para un relajamiento adicional. Así, en los comunicados de mayo, junio y julio la Junta decidió mantener sin cambio las condiciones monetarias y reiteró la ausencia de margen para un relajamiento.

A pesar de que se han registrado avances significativos en materia de reducción de la inflación y de que sus perspectivas se mantienen favorables, persisten algunos riesgos, los cuales se detallan en la última sección de este Informe. En este contexto, la política monetaria continuará orientada a propiciar y consolidar la convergencia de la inflación con su meta.

2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2006

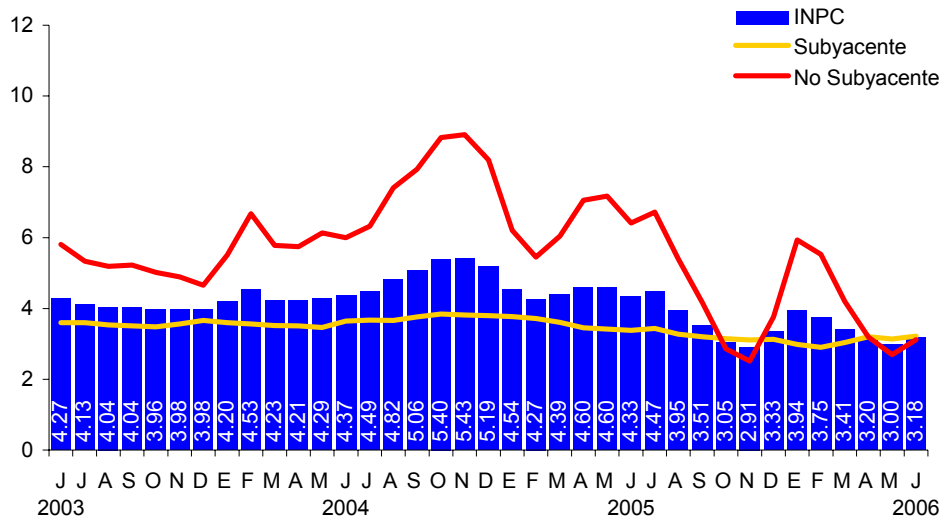
La evolución de los precios durante el segundo trimestre de 2006 fue acorde con lo previsto en el anterior Informe sobre la Inflación. En junio, la inflación general anual se ubicó en 3.18 por ciento y la subyacente en 3.22 por ciento. Estos resultados implicaron una baja en el primer caso y un alza en el segundo, con relación a los datos que se registraron en marzo (3.41 y 3.04 por ciento). El aumento en la inflación subyacente fue consecuencia de las alzas observadas en el subíndice de precios de los servicios, destacando la que correspondió al grupo de la vivienda (Cuadro 1).

Cuadro 1
Componentes del Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento

	Dic-2005	Mar-2006	Abr-2006	May-2006	Jun-2006
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)
INPC	3.33	3.41	3.20	3.00	3.18
Subyacente	3.12	3.04	3.20	3.14	3.22
Mercancías	2.82	2.70	2.70	2.57	2.53
Alimentos	3.69	3.61	3.57	3.48	3.46
Resto de mercancías	2.19	2.04	2.07	1.91	1.86
Servicios	3.46	3.40	3.75	3.76	3.96
Vivienda	2.55	3.04	3.31	3.61	3.88
Resto de servicios	4.55	3.83	4.28	3.94	4.06
No Subyacente	3.76	4.20	3.19	2.70	3.12
Agropecuarios	-0.18	1.47	-2.63	-3.69	-2.04
Frutas y Verduras	-1.86	5.29	-5.24	-8.58	-3.95
Jitomate	-23.18	12.02	-26.86	-33.46	-27.23
Resto	4.12	4.26	-0.17	-1.25	1.02
Pecuarios	0.93	-0.83	-0.90	-0.26	-0.83
Administrados y Concertados	4.76	4.76	4.97	4.70	4.54
Administrados	7.13	7.95	8.64	8.45	8.18
Gasolina bajo octanaje	4.47	6.24	8.69	7.80	7.74
Gasolina alto octanaje	4.39	4.54	6.68	5.81	5.74
Electricidad	4.27	5.97	6.14	6.78	7.79
Gas doméstico	14.79	13.26	11.84	11.33	9.58
Concertados	2.43	1.62	1.43	1.31	1.22
Educación	6.63	6.47	6.52	6.57	6.51

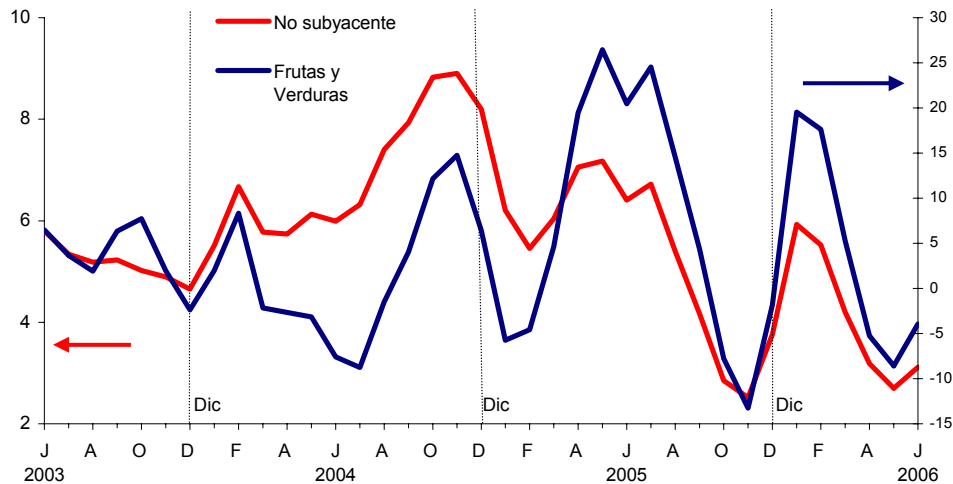
Durante el segundo trimestre de 2006, la inflación general se mantuvo dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual que se determinó alrededor del objetivo de 3 por ciento. En abril, mayo y junio la tasa de crecimiento anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) fue 3.20, 3.00 y 3.18 por ciento. Las fluctuaciones que experimentó este indicador fueron determinadas, en su mayor parte, por el comportamiento que mostró su componente no subyacente (Cuadro 1 y Gráfica 1).

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



La inflación no subyacente anual se ubicó al cierre del segundo trimestre de 2006 en 3.12 por ciento, lo que significó una reducción de 1.08 puntos porcentuales con relación a la cifra que alcanzó al finalizar el trimestre anterior (4.20 por ciento). Asimismo, este indicador presentó cierta volatilidad durante el periodo de análisis, reflejando principalmente las fluctuaciones que se registraron en las cotizaciones de las frutas y verduras (Gráfica 2).

Gráfica 2
Índice de Precios No Subyacente y Subíndice de Precios de Frutas y Verduras
 Variación anual en por ciento

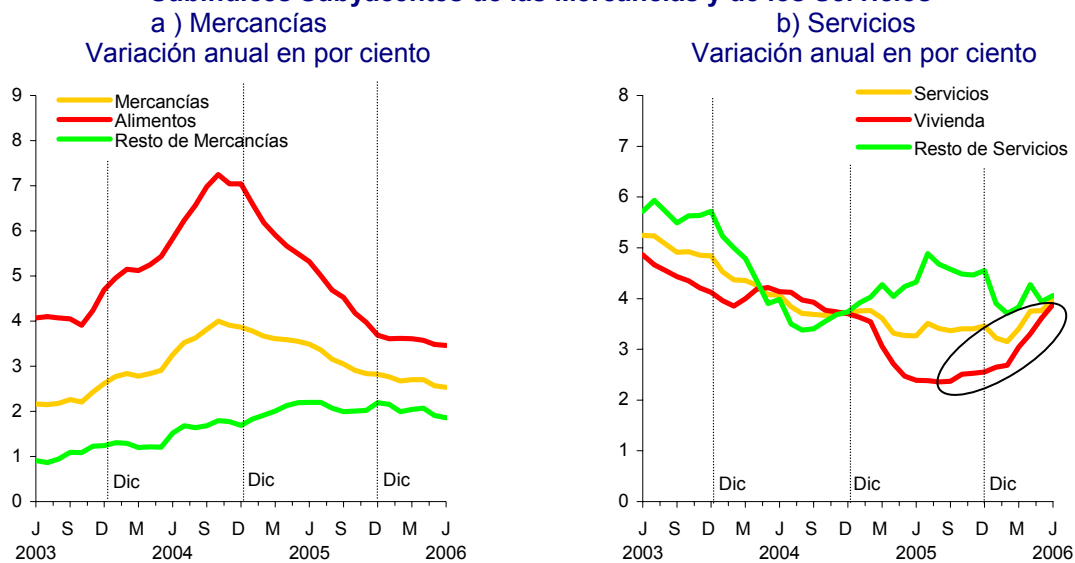


Las fluctuaciones que exhibió la inflación no subyacente anual, entre abril y junio de 2006, también fueron influidas por el desempeño de los precios de los bienes y servicios administrados. Ello se debió, en lo principal, a las alzas que se observaron al inicio del trimestre en los precios de las gasolineras en las

ciudades fronterizas. Estas se revirtieron posteriormente de manera parcial, al modificarse la política aplicable para su determinación (en la sección 3.3.2 se describe detalladamente el comportamiento del subíndice de precios de los bienes y servicios administrados).

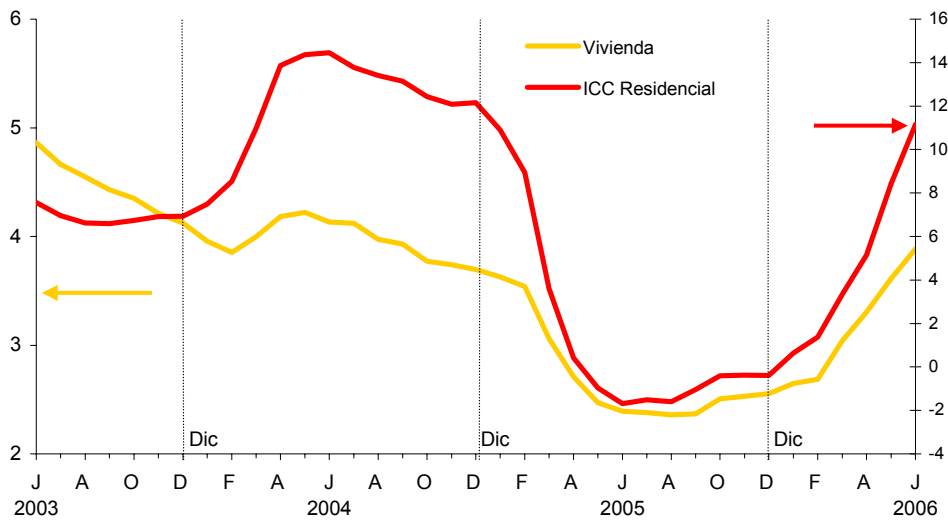
Durante el trimestre que se analiza, la inflación subyacente anual aumentó 0.18 puntos porcentuales. Ello resultó de una elevación en la variación anual del subíndice de los servicios, que fue contrarrestada parcialmente por un decremento en la correspondiente al subíndice de las mercancías (Gráfica 3). En el subíndice de las mercancías disminuyeron las variaciones anuales del grupo de los alimentos procesados y del resto de las mercancías (Cuadro 1).

Gráfica 3
Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios



La evolución que observó la inflación del subíndice subyacente de los servicios durante el segundo trimestre de 2006 obedeció, en su mayor parte, a la aceleración en el ritmo de crecimiento de los precios de la vivienda. Ello fue producto de las alzas que se registraron en los costos de algunos materiales para la construcción ligados al acero, cobre y cemento. Adicionalmente, la trayectoria de la inflación de los servicios distintos de los de la vivienda contribuyó al alza de la inflación subyacente (Gráfica 4). Esto último fue consecuencia de la dinámica de las cotizaciones de diversas materias primas, entre las que destacan los energéticos y los granos, que incidieron sobre el proceso de formación de precios en genéricos asociados al transporte aéreo, turismo y servicios de alimentación.

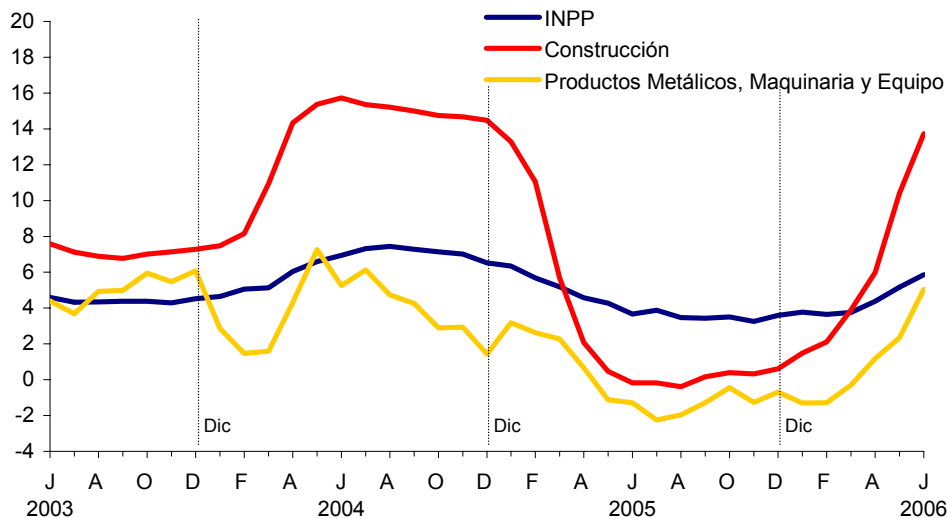
Gráfica 4
Subíndice Subyacente de los Servicios de Vivienda e Índice del Costo de la Construcción Residencial
 Variación anual en por ciento



2.2. Índice Nacional de Precios Productor

El Índice Nacional de Precios Productor (INPP), excluyendo petróleo, alcanzó un nivel de 5.86 por ciento al finalizar el segundo trimestre de 2006. Ello significó un incremento de 2.10 puntos porcentuales con relación al resultado que se observó en marzo. Esta alza se debió primordialmente a los aumentos que registraron los precios del acero y del cobre, lo que incidió sobre las cotizaciones de diversos materiales para la construcción, así como sobre las de productos metálicos, maquinaria y equipo (Gráfica 5).

Gráfica 5
Índice Nacional de Precios Productor Excluyendo Petróleo, Mercancías y Servicios Finales
 Variación anual en por ciento



3. Principales Determinantes de la Inflación

3.1. Entorno Externo

La información disponible sugiere que la actividad económica global mantuvo un ritmo de crecimiento elevado en el segundo trimestre de 2006, acompañado de ciertos cambios en la composición del crecimiento mundial. La continuación de la expansión económica mundial resultó en una mayor utilización de recursos y, en combinación con otros factores, en aumentos adicionales de los precios de los bienes primarios. Además, diversos analistas consideran que los pasados incrementos de los precios internacionales del petróleo pueden haberse reflejado en las presiones registradas sobre los índices de inflación subyacente, principalmente en Estados Unidos y en Europa. Ello contribuyó a generar una percepción de mayores riesgos inflacionarios por parte de las autoridades monetarias. Ante la posibilidad de la prolongación del ciclo restrictivo de la política monetaria, se observó mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales a partir de la segunda semana de mayo. En las economías emergentes, ello se tradujo en un aumento de la percepción de riesgo referente a los instrumentos de deuda de estos países, especialmente los denominados en moneda local. En general, hubo una caída de los precios de diversos activos, aunque diferenciada entre los distintos países. Si bien la volatilidad disminuyó al finalizar el trimestre, el agravamiento de tensiones geopolíticas durante julio generó de nuevo alzas en los precios de los energéticos, y episodios de cierto nerviosismo en los mercados financieros.

3.1.1. Actividad Económica Global

La información oportuna sugiere que el crecimiento de la economía mundial se mantuvo vigoroso durante el segundo trimestre del año. En Estados Unidos se observó un crecimiento significativo, aunque inferior al alcanzado en el periodo enero-marzo. La actividad económica en la zona del euro continuó su repunte. La economía japonesa siguió mostrando dinamismo y el ritmo de crecimiento en China se mantuvo elevado. Todo ello contribuyó al mantenimiento de tasas de expansión altas en los países emergentes.

En Estados Unidos, el crecimiento trimestral anualizado del PIB durante los primeros meses del año registró fluctuaciones marcadas, después de la desaceleración temporal observada a finales de 2005. Así, al desaparecer los factores que habían deprimido la demanda interna en el último trimestre de 2005, el crecimiento del PIB mostró un repunte significativo en el periodo enero-marzo de 2006, ubicándose en 5.6 por ciento a tasa trimestral anualizada. En el segundo trimestre el ritmo de expansión nuevamente se desaceleró, al registrarse un crecimiento del PIB de 2.5 por ciento a tasa trimestral anualizada.

Si bien las cifras anteriores, expresadas en términos de variaciones trimestre a trimestre, presentan un panorama de volatilidad en la actividad económica en Estados Unidos, ello se explica por el impacto de los huracanes en el Golfo de México a finales del año pasado. Las cifras de crecimiento anual del

PIB, un indicador de mayor confiabilidad en las presentes circunstancias, sugieren una desaceleración gradual. La tasa de crecimiento anual del PIB disminuyó de 3.7 por ciento en el primer trimestre, a 3.5 por ciento en el segundo. Lo anterior se explica principalmente por un menor crecimiento del consumo privado, lo que parece estar reflejando el impacto de los altos precios de la energía y el enfriamiento observado en los mercados de bienes raíces. La inversión residencial se ha venido ajustando al menor dinamismo de la demanda de viviendas nuevas, y registró en el segundo trimestre su primera variación anual negativa en cinco años. La inversión no residencial también mostró cierta desaceleración durante el segundo trimestre, si bien se mantienen condiciones favorables para su expansión. Por su parte, la producción industrial continuó creciendo de manera dinámica, impulsada por el vigor del sector exportador. Tras haber crecido 3.3 por ciento a tasa anual (5.1 por ciento a tasa trimestral anualizada) en el primer trimestre, la producción industrial se expandió en 4.6 por ciento en abril-junio (6.6 por ciento a tasa trimestral anualizada).

En la zona del euro, la actividad económica repuntó en el primer trimestre de 2006, al crecer 2.5 por ciento a tasa trimestral anualizada (2.0 por ciento a tasa anual), después de haber experimentado una inesperada desaceleración en el último trimestre de 2005 (1.1 por ciento a tasa trimestral anualizada y 1.7 por ciento a tasa anual). La recuperación fue resultado fundamentalmente de la mejoría del consumo y de las exportaciones. Las autoridades europeas estiman una evolución similar en el segundo trimestre.

En Japón, la actividad económica ha mantenido su expansión, la cual ya no depende sólo del sector externo, pues la demanda interna ha cobrado importancia. Durante el primer trimestre, el PIB se incrementó 3.1 por ciento a tasa trimestral anualizada (3.5 por ciento a tasa anual). Posteriormente, la actividad económica ha continuado mostrando dinamismo, sustentada en el aumento del empleo (y el consecuente fortalecimiento del gasto de los hogares) y la solidez de la inversión privada. Así, la expansión actual habría alcanzado al segundo trimestre una duración igual a la registrada de 1986 a 1991 (18 trimestres), la segunda más larga desde 1951.

En los países emergentes se ha mantenido un fuerte ritmo de expansión. En China, el PIB creció 11.3 por ciento a tasa anual en el segundo trimestre de 2006. En los últimos meses, ante las elevadas tasas de crecimiento de la demanda, diversos analistas han mencionado de nueva cuenta el riesgo de sobrecalentamiento de la economía, si bien la inflación continúa ubicada en niveles reducidos. En el resto de Asia emergente, la actividad económica ha continuado vigorosa. En América Latina, el PIB mostró un sólido crecimiento durante el primer trimestre, superior al observado en el periodo octubre-diciembre de 2005.

3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación

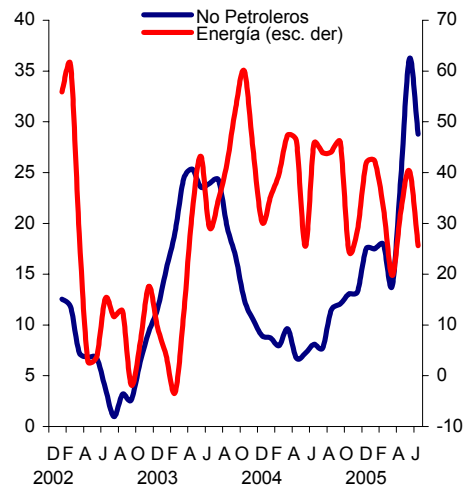
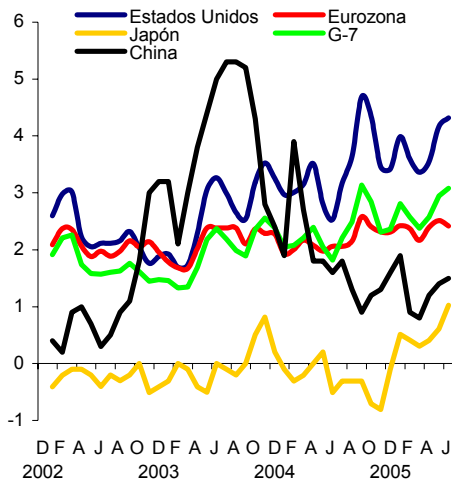
En el período referido, los índices de inflación de las principales economías del orbe mostraron una tendencia al alza. Lo anterior reflejó, entre otros factores, los crecientes precios de los energéticos y el incremento de los precios de los productos primarios no petroleros (Gráfica 6).

Gráfica 6
Índices de Precios

Variación anual en por ciento

a) Índices de Precios al Consumidor

b) Índices de Precios de Productos Primarios



Fuente: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Statistics Bureau, Statistics Canada y National Statistics.

Nota: El índice de productos no petroleros incluye los precios de alimentos, bebidas, materias primas agrícolas y metales.
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

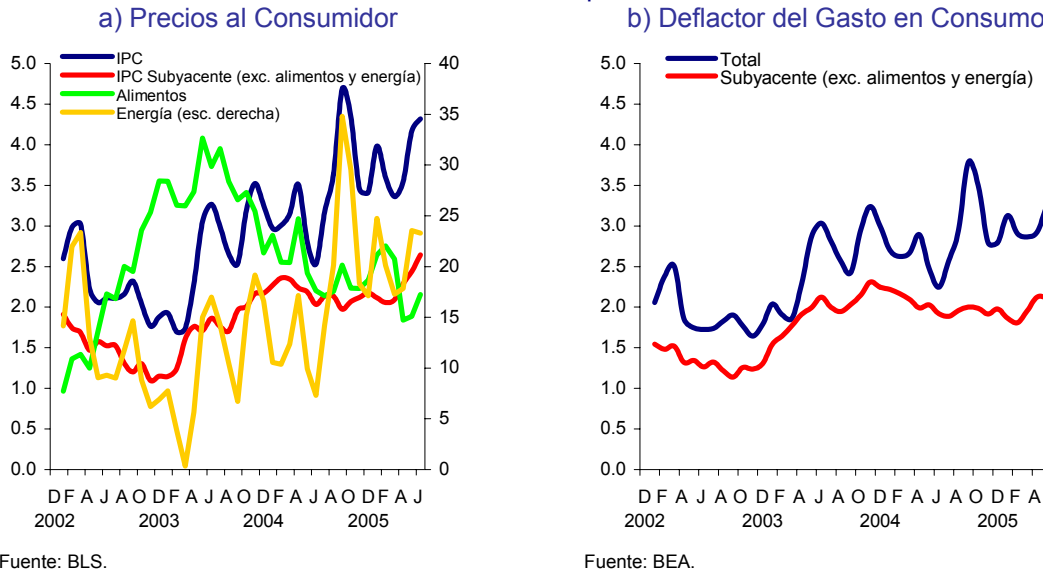
Los precios del petróleo registraron una fuerte alza durante abril, al consolidarse la perspectiva de un sólido crecimiento en la demanda mundial de petróleo y de una expansión moderada en la capacidad de producción a nivel mundial. Después de un breve retroceso a principios de mayo, los precios del petróleo se mantuvieron en niveles elevados durante el resto del trimestre, apoyados por el surgimiento de nuevas tensiones geopolíticas relacionadas con Irán. El precio del WTI promedió 70.6 dólares por barril durante el segundo trimestre del año, poco más de siete dólares por arriba del promedio observado en el trimestre anterior, y registró niveles récord a mediados de julio ante el surgimiento de conflictos en el Medio Oriente.

Por su parte, la tendencia alcista de los precios de los productos primarios no petroleros se acentuó durante el segundo trimestre (Gráfica 6). De acuerdo con el índice publicado por el Fondo Monetario Internacional, durante el primer trimestre los precios de estos productos aumentaron 48.8 por ciento a tasa trimestral anualizada (16.4 por ciento a tasa anual). En el trimestre abril-junio, dichos precios registraron una variación anualizada de 61.1 por ciento (29.8 por ciento a tasa anual). El incremento fue particularmente marcado en el caso de los metales, cuya variación trimestral anualizada fue de 130.1 por ciento (62.8 por ciento a tasa anual). También se observaron incrementos de los precios de los alimentos y de las materias primas agrícolas, aunque más moderados.

La inflación general en Estados Unidos repuntó en el segundo trimestre, a la vez que comenzaron a observarse mayores presiones sobre el índice subyacente (Gráfica 7). La inflación general al consumidor se ubicó en 3.4 por ciento anual al cierre del primer trimestre, pero en junio subió a 4.3 por ciento, superando las expectativas. Por su parte, el índice subyacente al consumidor aumentó de alrededor de 2 por ciento a lo largo del primer trimestre, hasta 2.6 por ciento en junio. El incremento del índice general reflejó en buena medida las alzas observadas durante los últimos meses en los precios de la energía. En el

caso de la inflación subyacente, el repunte ha sido generalizado, aunque mayor en los servicios y, en particular, en los conceptos relacionados con la vivienda.¹ Además, algunos analistas consideran que puede estar ocurriendo una mayor transmisión de los incrementos en los precios del petróleo a los índices subyacentes. Cabe destacar que se espera un descenso de la tasa de inflación en el segundo semestre de este año y que las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen ancladas en niveles moderados.

Gráfica 7
EUA: Índices de Precios
 Variación anual en por ciento



En la zona del euro, la inflación anual aumentó de 2.2 por ciento en marzo a 2.5 por ciento en junio, principalmente como secuela de los mayores precios del petróleo. Si bien las alzas en costos laborales han sido tenues, las autoridades europeas consideran que los índices inflacionarios continuarán en niveles elevados en lo que resta del año y en 2007, en parte como resultado de los efectos indirectos derivados de los pasados incrementos en los precios de la energía. En Japón, el comportamiento reciente de los precios confirma la terminación del proceso deflacionario. Al mes de junio se habían registrado ocho meses consecutivos de tasas anuales positivas para el índice de precios subyacente.

En lo que respecta al este de Asia, la inflación en la región se ha mantenido relativamente contenida, aunque se observan mayores presiones en algunos países debido a la fortaleza de la actividad económica y al impacto de los

¹ El índice de precios al consumidor incluye varios conceptos relativos al costo de la vivienda. Los más importantes son el índice de rentas pagadas y el índice de alquiler imputado para los ocupantes de vivienda propia, que representan alrededor de 29 por ciento del índice general de precios al consumidor. Ambos índices se calculan a partir de la información recabada sobre los precios del alquiler de casas. Diversos analistas han señalado que los pasados aumentos en los precios de las casas parecen haber empezado a reflejarse en mayores precios de alquiler, después de un periodo en el cual la expectativa de una rápida apreciación de las casas creó un incentivo a la adquisición de vivienda propia como una alternativa superior al alquiler de vivienda. Sin embargo, el reciente enfriamiento del mercado inmobiliario y la perspectiva de tasas de interés al alza han aumentado el atractivo del alquiler de vivienda para los hogares y, por ende, acelerado la convergencia de las rentas de casas con los pasados aumentos en los precios de la vivienda.

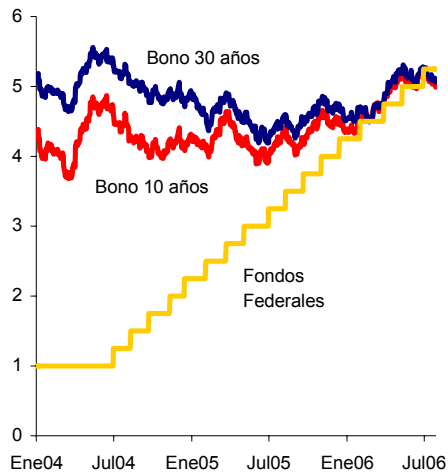
aumentos en los precios de los energéticos. En América Latina, la inflación ha mostrado una tendencia a la baja, si bien en algunos países, como Argentina, el crecimiento anual del índice de precios al consumidor sigue registrando cifras de dos dígitos.

3.1.3. Mercados Financieros

En los mercados financieros internacionales se mantuvieron condiciones de relativa holgura, a pesar de que las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos se incrementaron gradualmente respecto a sus niveles de principios de año. La tasa de interés del bono del Tesoro estadounidense a diez años se ubicó en 5.14 por ciento al finalizar el segundo trimestre, tras haberse situado en 4.85 por ciento al cierre del primer trimestre y en 4.39 por ciento en diciembre de 2005 (Gráfica 8). A pesar de los incrementos observados, las tasas de interés de largo plazo se mantienen en niveles bajos en términos históricos. El moderado aumento de las tasas de largo plazo, en un contexto en el que las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen aparentemente ancladas, es indicativo de las dificultades para evaluar los riesgos a futuro para la inflación y el crecimiento de la economía.

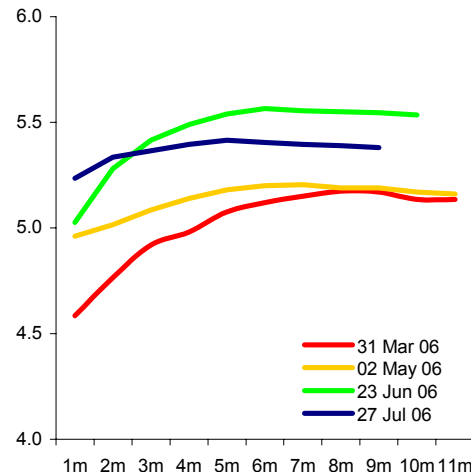
Gráfica 8
EUA: Tasas de Interés
Por ciento anual

a) Rendimiento de los Bonos del Tesoro de EUA y Tasa de Fondos Federales



Fuente: Reserva Federal.

b) Futuros de Fondos Federales



Fuente: Bloomberg.

Durante el segundo trimestre, la Reserva Federal de los Estados Unidos continuó aumentando su tasa de referencia en $\frac{1}{4}$ de punto porcentual en cada una de las reuniones del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés). Cabe señalar que el incremento en las presiones inflacionarias dio lugar a una revisión al alza en las expectativas para la tasa de fondos federales a mediados de mayo, propiciando un episodio de volatilidad en los mercados internacionales. Sin embargo, dicha turbulencia tendió a disminuir después de la reunión del Comité en junio, cuando el objetivo para la tasa de fondos federales alcanzó 5.25 por ciento. Los miembros del Comité anunciaron en esa ocasión que si bien la moderación del ritmo de crecimiento económico debería contribuir a limitar las presiones inflacionarias,

persistían algunos riesgos, y reiteraron que las decisiones futuras de política dependerían de las perspectivas tanto para la inflación como para el crecimiento económico. En este contexto la curva de futuros para la tasa de fondos federales se desplazó hacia abajo.

En la zona del euro, el Banco Central Europeo (BCE) decidió a principios de junio aumentar por segunda vez en el año las tasas de interés de política (el tercer incremento desde que inició el actual ciclo de aumentos de tasas en diciembre de 2005). La principal tasa de interés de referencia aumentó en 25 puntos base, para ubicarse en 2.75 por ciento. En su reunión de julio, las autoridades monetarias europeas dejaron inalteradas sus tasas de interés de política, pero enfatizaron que se mantendrán alertas, ya que los riesgos para la inflación son al alza y que la política monetaria sigue siendo acomodaticia. En Japón, la continua expansión económica ha contribuido a cerrar la brecha del PIB. Debido a ello, se fortaleció la percepción de que el Banco de Japón pondría fin a su política monetaria de tasa de interés cero en el futuro cercano. Las tasas de interés de corto plazo en este país se incrementaron ligeramente desde finales del segundo trimestre en anticipación del primer ajuste en la tasa de referencia por parte del banco central, que tuvo efecto el 14 de julio.

En este escenario de una posible política monetaria global más restrictiva, los mercados financieros internacionales registraron una volatilidad significativa desde la segunda semana de mayo. Lo anterior fue influido también por el hecho de que de empezaron a revertirse diversas posiciones que se habían apalancado, aprovechando la disponibilidad de financiamiento en monedas con tasas de interés reducidas. La volatilidad fue patente en los mercados accionarios y cambiarios de las economías emergentes. La corrección en los mercados accionarios durante mayo y junio ha sido la mayor desde el otoño de 1998. No obstante, el auge en los primeros meses del año y la recuperación desde mediados de junio ha significado que, a pesar del episodio de turbulencia, muchos de dichos mercados se encuentren aún por encima de los niveles observados al finalizar 2005.

En el caso de los mercados cambiarios, el dólar se debilitó considerablemente desde mediados de abril hasta mediados de mayo. A partir de la segunda semana de mayo dicha depreciación tendió a revertirse. Las monedas de algunos países emergentes mostraron depreciaciones significativas frente al dólar. Tal fue el caso de la lira turca, que se depreció 20 por ciento en los últimos dos meses del segundo trimestre. En América Latina, el real brasileño y el peso chileno cayeron frente al dólar en 4.1 por ciento y 4.7 por ciento respectivamente en esos meses. En balance, durante el segundo trimestre el índice amplio del tipo de cambio nominal efectivo del dólar se depreció 1.6 por ciento en promedio respecto a enero-marzo.²

Los márgenes sobre los créditos soberanos no acusaron un deterioro tan marcado durante este lapso de volatilidad. Los márgenes soberanos del índice EMBI Global aumentaron 39 puntos base en el periodo mayo-junio.³ Tampoco se registraron diferencias significativas entre las diversas regiones

² El índice amplio es un promedio ponderado de los valores cambiarios del dólar respecto de las monedas de los principales socios comerciales de los Estados Unidos (26 países, incluyendo economías emergentes).

³ Los márgenes del índice EMBI Global disminuyeron 24 puntos base del cierre de junio al 27 de julio.

emergentes. Sin embargo, se pudo observar que los bonos más afectados por la volatilidad fueron los de aquellos países con elevados requerimientos de financiamiento externo y, en general, con una situación económica percibida en los mercados como de mayor riesgo, como es el caso de Turquía.

El reciente periodo de volatilidad ha sido interpretado por diversos observadores del mercado como un proceso de corrección en la percepción de riesgo de los inversionistas (a raíz de mayor incertidumbre sobre la inflación y la posible respuesta de la política monetaria), y no como un cambio en la perspectiva sobre el panorama macroeconómico global. Al finalizar el trimestre se registraba mayor tranquilidad en los mercados internacionales y una parcial reversión del ajuste a la baja en diversos mercados, sin que el periodo de turbulencia hubiera afectado de forma patente las perspectivas de crecimiento e inflación en la mayoría de las economías emergentes. Sin embargo, el recrudecimiento de ciertas tensiones geopolíticas dio lugar a episodios de cierta volatilidad en algunos mercados durante el mes de julio.

3.1.4. Perspectivas

Las perspectivas de la economía mundial para el resto de este año y el siguiente son favorables. En cuanto a la actividad económica global, sigue proyectándose la continuación del periodo de expansión. En Estados Unidos se espera una disminución gradual en la tasa de crecimiento asociada a un menor ritmo de expansión del consumo y al enfriamiento del mercado de bienes raíces, entre otros factores. Asimismo, se espera que continúe la recuperación en Japón, una aceleración del crecimiento en las economías de la zona del euro y, en general, una evolución positiva en las economías emergentes. A pesar del gradual cierre de las brechas del producto en las principales economías, siguen sin observarse señales de una aceleración en las presiones salariales. Sin embargo, el aumento en el grado de utilización de los recursos productivos, aunado a los incrementos en los precios de los productos primarios (particularmente del petróleo), han dado lugar a mayores riesgos al alza para la inflación.

El aumento en los riesgos inflacionarios en Estados Unidos y otros países ha modificado la perspectiva sobre la trayectoria de la política monetaria en las principales economías. Si bien hasta ahora el ajuste en los mercados financieros internacionales ante este cambio ha sido relativamente ordenado, no puede descartarse un deterioro adicional en el entorno financiero internacional debido a la persistencia de factores de riesgo significativos. Por una parte, los precios del petróleo se mantienen elevados y existe el riesgo de que factores geopolíticos o de otra naturaleza los impulsen nuevamente al alza. En un contexto en el que diversos analistas consideran que puede estar registrándose un mayor traspaso de los precios de la energía a la inflación subyacente en varios países, ello podría resultar en un incremento de las tasas de interés mayor al ahora anticipado. Asimismo, si bien los precios de los activos inmobiliarios han disminuido en diversos países, en varios de ellos se ubican todavía en niveles que superan a sus valuaciones históricas. Una corrección más pronunciada en el valor de dichos activos, aunque poco probable, podría restar fortaleza a la actual expansión económica. Finalmente, en un horizonte más largo, cabe resaltar que persisten los riesgos derivados de los desequilibrios globales en cuenta corriente (particularmente en los Estados Unidos y China) con el consecuente potencial de un ajuste en los mercados cambiarios.

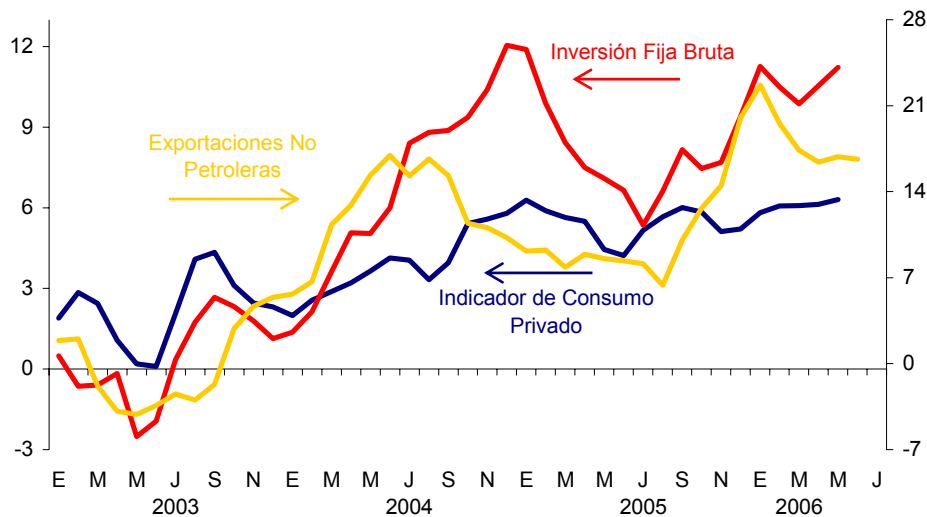
3.2. Demanda y Oferta Agregadas en México

3.2.1. Indicadores de Demanda y Oferta Agregadas

Durante el primer semestre de 2006 la demanda agregada y el PIB tuvieron crecimientos anuales superiores a los registrados en 2005. En general, la evolución de la demanda agregada en la primera mitad del presente año se caracterizó por los siguientes aspectos: i) mayor crecimiento anual tanto de la demanda interna como de la externa; ii) persistente dinamismo del gasto de consumo (Gráfica 9); iii) mayor expansión anual del gasto de inversión, sobresaliendo el aumento de su componente de bienes de capital importados; y, iv) consolidación de la mejoría que habían presentado las exportaciones de bienes y servicios durante la segunda parte del año pasado. Esta evolución se mantuvo tanto en el primer trimestre del año, como en el segundo.⁴

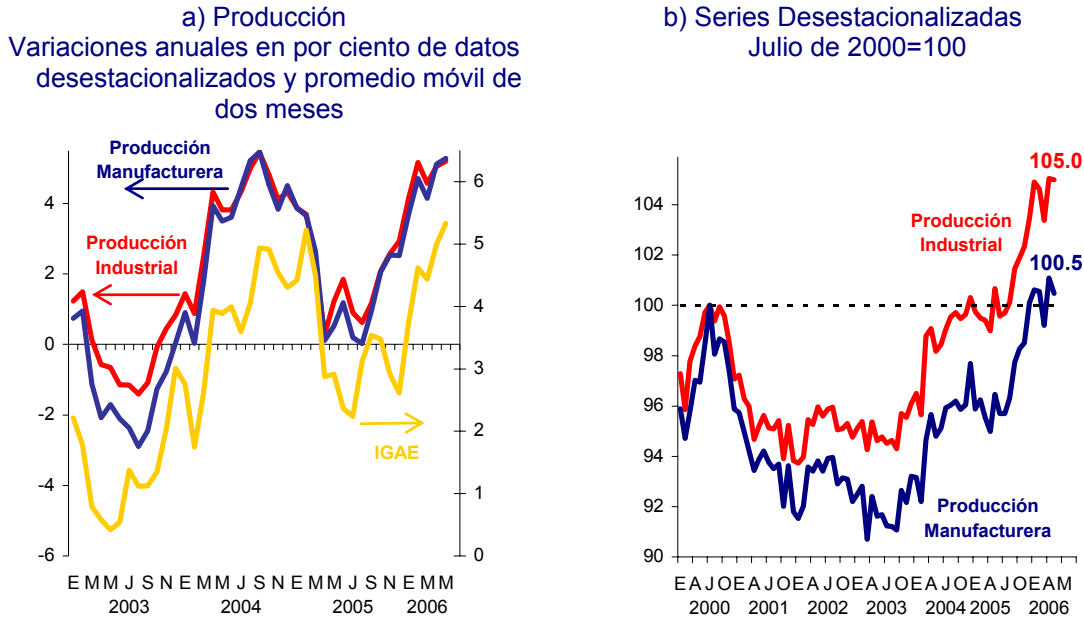
Gráfica 9
Indicadores de Demanda Interna y Externa

Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados (promedio móvil de dos meses)



nuevos modelos, a la vez que incrementaron la oferta de proveedores. Tercero, al igual que ocurrió en los dos años previos, durante el primer semestre de 2006 el dinamismo del gasto interno y de la producción fueron favorecidos por un nuevo aumento del superávit de la balanza comercial de productos petroleros, así como por los crecientes ingresos por concepto de remesas familiares.

Gráfica 10
Indicadores de Producción



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

En la evolución de la oferta agregada en el primer semestre destacan una mayor expansión a tasa anual con relación a lo observado en 2005, tanto del PIB, como de las importaciones de bienes y servicios.⁵ Asimismo, la expansión que alcanzó el producto en el periodo fue balanceada entre los tres sectores de la actividad económica, al considerar que todos (agropecuario, industrial y servicios) presentaron tasas anuales positivas y significativas.⁶

Un aspecto que destaca en la evolución del producto en la primera mitad de 2006 fue la considerable mejoría que presentó el sector industrial (Gráfica 10). Tal recuperación reflejó los avances observados en los cuatro sectores que lo integran (minería, manufacturas, construcción y electricidad), aunque sobresale el repunte que experimentó el sector manufacturero (Gráfica 11).⁷ Así, a partir de la segunda mitad de 2005, el crecimiento anual de

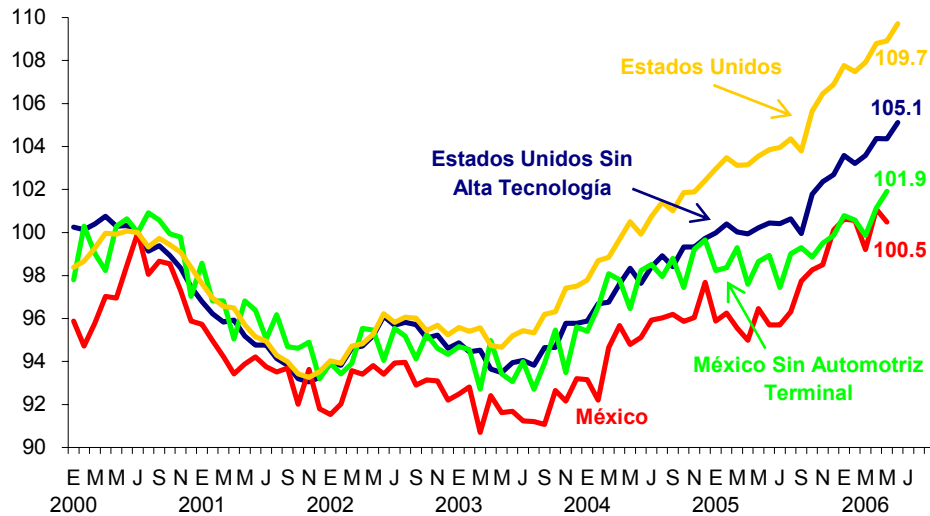
⁵ En los indicadores del producto sobresale que el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) registró en el bimestre abril-mayo un incremento anual de 3.9 por ciento y con datos desestacionalizados la correspondiente variación anual resultó de 5.3 por ciento.

⁶ En el caso del sector agropecuario su crecimiento anual en el segundo trimestre de 2006 fue favorecido por mayores niveles de precipitación pluvial, que permitieron incrementar de manera importante la superficie sembrada en ese período. Ello contrasta con el retraso de lluvias e incluso sequía que se presentó en algunas regiones del país en igual trimestre de 2005.

⁷ En el bimestre abril-mayo de 2006 la producción industrial y la manufacturera registraron respectivos crecimientos anuales de 2.4 y 2.1 por ciento, pero con datos desestacionalizados las tasas correspondientes resultaron más elevadas de 5.2 y 5.3 por ciento. Por otra parte, en el bimestre referido la producción de la industria automotriz terminal (Rama 56) creció a una tasa anual de 17.6 por ciento, pero con cifras desestacionalizadas tal variación resultó de 24.5 por ciento.

la producción manufacturera se fue fortaleciendo, principalmente como respuesta a los aumentos de la destinada al mercado externo. Por su parte, en los meses más recientes también ha habido un avance ligero de la dirigida al mercado interno. El fortalecimiento de la producción manufacturera para el mercado externo ha sido notorio en el crecimiento que han tenido las exportaciones manufactureras y, especialmente, las efectuadas por la industria automotriz terminal.

Gráfica 11
Producción Manufacturera en México y Estados Unidos
 Datos desestacionalizados, Julio 2000=100



Fuente: INEGI y para datos de Estados Unidos el Federal Reserve Board. La desestacionalización de la serie de México Sin Automotriz Terminal (se excluye a la producción de vehículos) es elaboración del Banco de México.

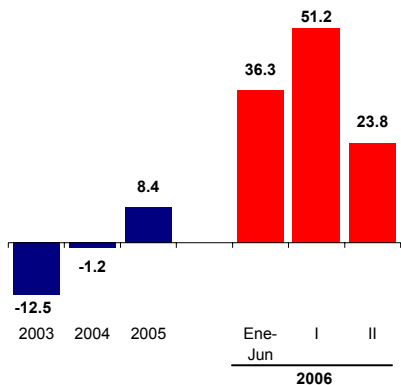
La industria automotriz es un sector de suma importancia para la economía mexicana, tanto por el valor de su producción, como por el empleo que genera y por su incidencia en el comercio exterior del país. Respecto a esto último, destaca su significativo saldo comercial superavitario. En 2005 y en lo que va de 2006, la producción de vehículos en México ha registrado un notable incremento en la mayoría de las empresas. Este hecho ha reflejado de manera importante la fabricación de modelos nuevos para la exportación al mercado de Estados Unidos. Así, en el segundo trimestre la producción y la exportación de vehículos presentaron tasas anuales respectivas de 23.8 y 35.4 por ciento (29.8 y 39.2 por ciento con datos desestacionalizados). Este hecho ha permitido incrementar de manera significativa la participación de los vehículos fabricados en México en las ventas de vehículos en Estados Unidos (Gráfica 12).

Considerando, entre otros factores, la evolución y perspectivas de la gama de indicadores de la actividad económica referidos, se estima que en el segundo trimestre de 2006 el crecimiento anual del PIB haya superado 4 por ciento, luego de que en el primero su expansión fue de 5.5 por ciento. Cabe precisar que en el segundo trimestre del año, al igual que ocurrió en el primero, la evolución del PIB (y de diversos renglones de la demanda agregada) estuvo influida por un efecto estadístico asociado al periodo de asueto de la Semana

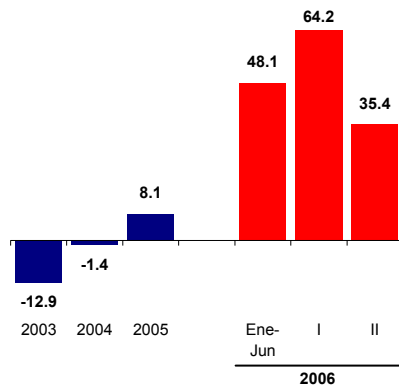
Santa.⁸ Con la corrección del efecto estadístico referido, mediante el uso de datos desestacionalizados, se estima que en el segundo trimestre de 2006 el crecimiento anual del PIB haya sido superior al observado en el primero.

Gráfica 12
Indicadores de la Industria Automotriz

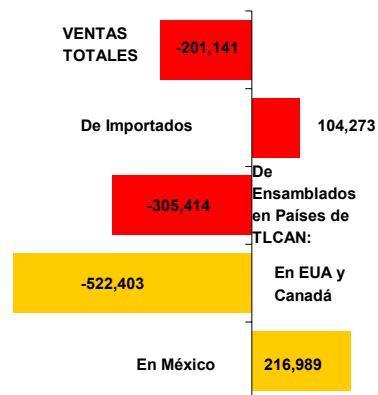
a) Producción Total
Variación anual en por ciento del número de unidades



b) Exportaciones Totales
Variación anual en por ciento del número de unidades



c) Estados Unidos: Variación Anual de las Ventas de Vehículos; Enero-junio de 2006 número de unidades



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

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

Un aspecto a destacar respecto de la evolución de la actividad económica en el país en 2006, es que los mayores crecimientos que han registrado el PIB y la demanda interna no han implicado presiones sobre la capacidad de producción de la economía. Ello, al considerar los siguientes aspectos: i) el avance del producto ha sido balanceado a nivel sectorial. El mejor desempeño del sector agropecuario ha provenido en lo fundamental de condiciones climatológicas benignas, mientras que la expansión del sector servicios ha sido similar a la observada en los dos años previos. En cuanto al mayor ritmo de producción del sector industrial, éste ha reflejado, en el margen, una mayor producción manufacturera, luego de resultados modestos el año previo. Dicha mejoría es atribuible en gran medida a un mayor dinamismo de la demanda externa en diversos sectores, a lo que se ha sumado el repunte de las exportaciones de la industria automotriz terminal; ii) a pesar del avance logrado por la producción del sector manufacturero, su nivel en el segundo trimestre de 2006 apenas superó a sus máximos previos alcanzados a mediados del 2000;⁹ iii) la rama manufacturera que ha mostrado un mayor dinamismo en 2006 ha sido la de la industria automotriz terminal. Como ya se mencionó, ésto fue resultado de la fabricación de nuevos modelos, luego de cuantiosas inversiones por parte de las empresas ensambladoras para modernizar e incrementar su capacidad de producción; y, iv) a partir de 2004, la capacidad de producción de la economía se ha ido fortaleciendo gradualmente, considerando que la inversión ha registrado

⁸ Dicho efecto de Semana Santa implicó que el segundo trimestre del año contara con un menor número de días laborables que el trimestre correspondiente de 2005, y que lo contrario haya ocurrido en el primer trimestre del año en curso. Ello contribuyó a disminuir la tasa anual de crecimiento del producto en el segundo trimestre y a aumentar la del primero.

⁹ Tal resultado refleja en buena medida la evolución de la industria maquiladora, cuyo nivel de producción se mide actualmente mediante un indicador de horas-hombre trabajadas. Dicha medición subestima el nivel de producción con relación al que resultaría de considerar indicadores de los volúmenes de producción física o de exportaciones de esa industria.

una recuperación significativa, luego de tres años consecutivos en que había presentado debilidad. Un indicador acerca de la intensidad del proceso de inversión, de la modernización del acervo de capital y de su impacto potencial en la capacidad de producción del país, es el aumento que ha presentado el valor de las importaciones de bienes del capital. Del primer semestre de 2003 a igual lapso de 2006, tales adquisiciones se incrementaron en 48.7 por ciento, medidas en dólares corrientes.

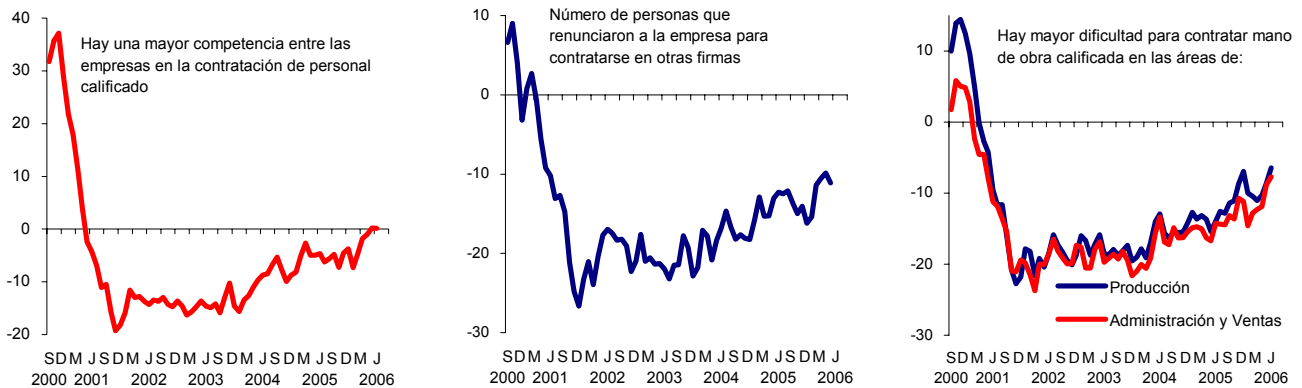
3.2.2. Empleo

La expansión de la actividad económica en el primer semestre de 2006 se reflejó en un aumento de la demanda de trabajo, conduciendo a una mejoría de diversos indicadores de ocupación. De esta manera, el avance en la generación de empleo que se registró durante el primer trimestre del año, se fortaleció en el segundo. Dicho repunte de la ocupación abarcó a la mayoría de los sectores productivos. Además, en el segundo trimestre la tasa de desocupación nacional, al igual que la correspondiente a las áreas urbanas, presentó una ligera disminución. Por otra parte, la información disponible sugiere que la mejoría que ha mostrado el mercado laboral no ha dado lugar a una mayor escasez de recursos humanos calificados. Los indicadores que elabora el Banco de México sobre demanda de empleo en el sector manufacturero muestran que, en el segundo trimestre del año, las empresas no enfrentaron dificultades para reclutar y contratar mano de obra calificada en las áreas de producción, ventas y administración (Gráfica 13). Tampoco se observó una mayor competencia entre las firmas mencionadas por conseguir esos recursos humanos. Asimismo, en los resultados del segundo trimestre del año provenientes de la encuesta mensual que recaba el Banco de México entre los grupos de analistas económicos del sector privado, prácticamente no se mencionó a la escasez de mano de obra calificada y a los costos laborales como factores que pudieran obstaculizar en los próximos seis meses a la actividad económica en el país.¹⁰

En general, los aspectos más sobresalientes relativos a la evolución del mercado laboral durante el segundo trimestre de 2006, fueron los siguientes: i) fortalecimiento del empleo en el sector formal, medido mediante el número de trabajadores afiliados al IMSS; ii) incremento de las nuevas plazas de trabajo formal, concentrado en los empleos eventuales urbanos, si bien en el margen comenzó a adquirir mayor dinamismo la generación de empleos permanentes; iii) aumento en el número de trabajadores en el IMSS. Este abarcó a la mayoría de los sectores de actividad, resultando más vigorosa en los servicios y la construcción, aunque también fue significativo en las manufacturas; iv) ligera disminución de la tasa de desocupación a nivel nacional; y, v) se mantuvieron elevadas las proporciones de la población ocupada que se consideró subocupada y la que labora en actividades informales.

¹⁰ En su conjunto el “aumento en los costos salariales” y “la escasez de mano de obra calificada” absorbieron durante el segundo trimestre de 2006 sólo el 1.43 por ciento de las respuestas sobre los factores que podrían limitar a la actividad económica en los próximos seis meses. Véanse los resultados de junio de 2006 de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

Gráfica 13
Indicadores del Mercado Laboral
 Sector Manufacturero: Indicadores de Escasez de Mano de Obra
 Promedio móvil de dos meses de los balances de respuestas



Fuente: Resultados recabados por el Banco de México con su Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero. Los balances de respuesta se refieren al porcentaje (ponderado) de empresas que señaló haber enfrentado una mayor competencia de otras firmas para contratar personal calificado (o en su caso al de empresas que indicó que aumentó el número de personas que renunció para contratarse en otras firmas) menos el de aquellas que expresó haber encarado una menor competencia en dicha contratación. En el caso de la gráfica de la derecha, los balances de respuesta se refieren al porcentaje (ponderado) de empresas que señalaron haber enfrentado mayor dificultad para contratar mano de obra, menos el de aquellas que expresó menor dificultad.

Al cierre del segundo trimestre de 2006, el número de trabajadores afiliados al IMSS registró un incremento anual de 832,580 personas (Gráfica 14b), lo que implicó un crecimiento de 6.5 por ciento. Dicha tasa resultó la mayor registrada en los últimos 72 meses (desde julio de 2000)¹¹ y se integró de 350,456 trabajadores permanentes (crecimiento anual de 3.2 por ciento), y de 482,124 eventuales urbanos (alza de 25.8 por ciento). De esa manera, casi 58 por ciento del referido aumento anual correspondió a ocupaciones eventuales urbanas. Ahora bien, en los últimos meses las ocupaciones permanentes mostraron una mayor alza que las eventuales. Así, del incremento de 279,539 ocupaciones formales registrado del cierre del primer trimestre del año al del segundo, el 51 por ciento correspondió a empleos permanentes.

Por otra parte, el empleo formal con datos ajustados por efectos estacionales, muestra lo siguiente: a junio del presente año este indicador superó en 1,032,522 empleos su nivel máximo alcanzado previamente a finales de 2000 (Gráfica 14a).

La mejoría en el empleo formal durante el segundo trimestre del año comprendió a los distintos sectores económicos, pero su avance al cierre de junio fue más importante en la industria de la construcción (de 141,452 trabajadores y 14.2 por ciento anual), en las actividades de comercio (153,471 trabajadores y 6.2 por ciento) y en otros servicios (302,064 personas y 7.1 por ciento).¹² Por su parte, el incremento que mostró este indicador en el sector manufacturero también resultó significativo (de 173,389 trabajadores y 4.6 por ciento). De esa manera, en el transcurso del presente año ha continuado la mejoría del empleo manufacturero que se inició en 2004. No obstante, con datos

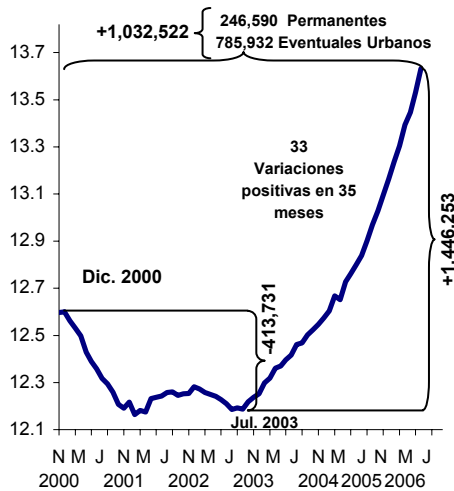
¹¹ Como se ha mencionado en anteriores Informes Sobre la Inflación, es posible que el alza en el número de trabajadores asegurados también esté reflejando los resultados de un mayor esfuerzo de fiscalización por parte del IMSS.

¹² El sector de Otros Servicios incluye a los servicios para empresas y personas, así como a los servicios sociales y comunales.

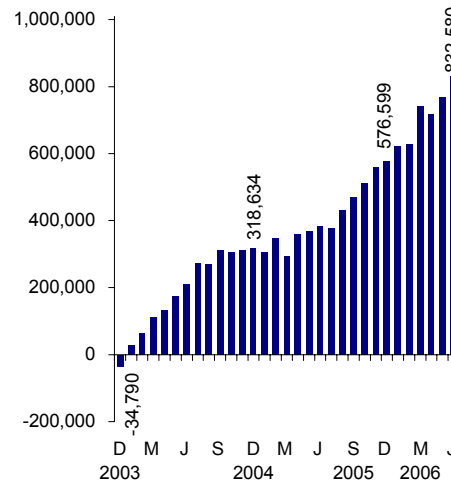
desestacionalizados, el número total de trabajadores afiliados de dicho sector todavía registró al cierre de junio de 2006 una contracción de 518 mil personas (11.5 por ciento) con relación a su nivel de octubre de 2000 (Gráfica 15a).¹³ De hecho, el avance acumulado por el empleo manufacturero ha comprendido solamente a ocupaciones eventuales urbanas. Ello, toda vez que en el período referido de más de cinco años el número de trabajadores permanentes mostró una disminución significativa.

Gráfica 14
Trabajadores Asegurados: Permanentes y Eventuales Urbanos

a) Millones de Trabajadores Asegurados
Datos desestacionalizados



b) Número de Asegurados en el IMSS
Variación anual de datos originales



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

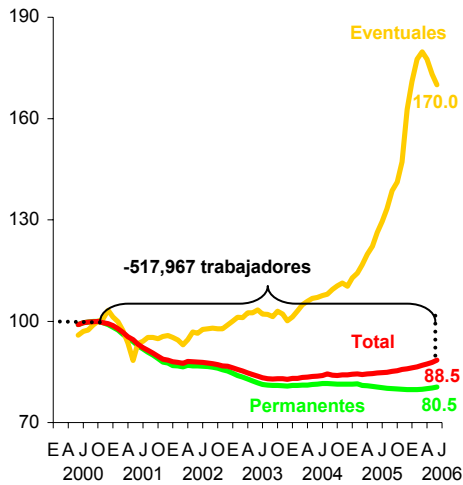
De acuerdo con los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) que recaba el INEGI, en el segundo trimestre de 2006 se redujeron ligeramente tanto la tasa de desocupación a nivel nacional, como la tasa correspondiente a las áreas urbanas. La primera de esas tasas, medida con datos desestacionalizados, descendió del primero al segundo trimestre de 3.41 a 3.37 por ciento (Gráfica 15b). Por su parte, la tasa de desocupación en las áreas urbanas cayó de 4.4 por ciento, a 4.36 por ciento. Por último, en el sexto mes del presente año el porcentaje de la población ocupada que se consideró subocupada se ubicó en 5.72 por ciento, mientras que el de aquella que laboró en actividades informales resultó en el primer trimestre del año de 27.8 por ciento.¹⁴

¹³ La debilidad del empleo manufacturero ha caracterizado a la evolución en los últimos años de una diversidad de economías. Véase el Recuadro 1: El Empleo Manufacturero en Estados Unidos y en México, en el Informe sobre la Inflación de Abril-Junio 2005 (páginas 21 y 22).

¹⁴ De acuerdo a la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) que recaba el INEGI, la población subocupada está integrada por las personas que tienen necesidad y disponibilidad para laborar más horas de trabajo de lo que su ocupación actual les permite. En cuanto a la población ocupada en el sector informal, ésta comprende a todas aquellas personas en actividades económicas de mercado que operan a partir de los recursos de los hogares, pero sin constituirse como empresas con un estatus independiente de esos hogares. En tales unidades de producción hay ausencia de prácticas contables y no hay distinción entre el patrimonio del hogar y el de la empresa.

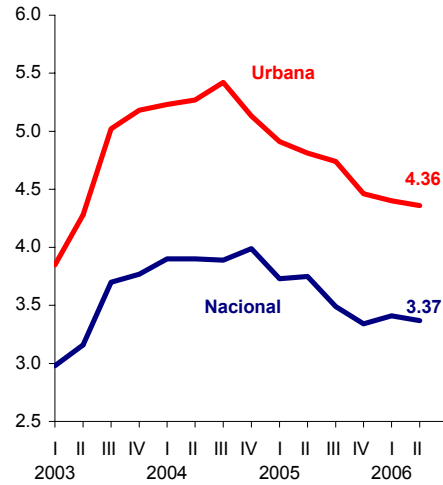
Gráfica 15
Indicadores del Mercado Laboral

a) Trabajadores Asegurados en el IMSS en el Sector Manufacturero
Datos desestacionalizados, Índices de Trabajadores: Octubre de 2000=100



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

b) Tasas de Desocupación a Nivel Nacional y en las Áreas Urbanas
Porcentaje con respecto a la población económicamente activa y datos desestacionalizados



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

3.2.3. Sector Externo

Durante el segundo trimestre de 2006, al igual que ocurrió en el primero, la cuenta corriente de la balanza de pagos mostró un saldo superavitario. Tal resultado se produjo a pesar de que el crecimiento a tasa anual de la demanda agregada superó al que había presentado en 2005, y de que la expansión del gasto interno fue mayor que la del PIB. Esto último implicó una alza importante de las importaciones de mercancías.

En general, los aspectos más sobresalientes de la evolución del sector externo durante el segundo trimestre, fueron los siguientes:

- a) Las exportaciones no petroleras mantuvieron, como lo habían hecho en el primer trimestre, una tasa de crecimiento anual superior a la observada en todo 2005.¹⁵ Cabe señalar que las cifras de comercio exterior correspondientes al segundo trimestre (al igual que ocurrió con otros indicadores de la actividad económica) fueron influidas a la baja por un efecto estadístico asociado al periodo de asueto de la Semana Santa. Tal efecto determinó que en el periodo reportado el crecimiento anual de las exportaciones no petroleras resultara inferior al registrado en el primer trimestre del año. No obstante, con cifras desestacionalizadas, el incremento a tasa anual de dicho rubro resultó cercano en ambos trimestres.

¹⁵ En el segundo trimestre de 2006 las exportaciones de mercancías crecieron a una tasa anual de 18.1 por ciento (14 por ciento en todo 2005), en respuesta a aumentos de 36.4 por ciento de las exportaciones petroleras y de 15 por ciento de las no petroleras. En estas últimas destacó el incremento de las efectuadas por la industria manufacturera (tanto maquiladora como no maquiladora) de 15.3 por ciento.

- b) Las exportaciones manufactureras de la industria automotriz terminal continuaron presentando un crecimiento anual elevado (Gráfica 16).¹⁶
- c) Las exportaciones petroleras de México siguieron mostrando incrementos anuales significativos, propiciados por nuevas alzas de los precios del crudo en el mercado petrolero internacional. De hecho, el valor de esas ventas al exterior alcanzó un nivel sin precedente histórico para un trimestre y lo mismo ocurrió con el precio de la mezcla mexicana de crudo de exportación.
- d) Las importaciones de mercancías mantuvieron un incremento anual significativo que superó al observado en 2005. Ese mayor dinamismo de las adquisiciones en el exterior comprendió a sus tres renglones (bienes intermedios, de capital y de consumo), destacando la expansión de las importaciones de bienes de capital.¹⁷ Cabe precisar que con datos desestacionalizados, el crecimiento a tasa anual de las importaciones fue mayor que el observado en el primer trimestre del año.
- e) El déficit comercial no petrolero mostró un incremento moderado, reflejando en parte el mayor dinamismo que presentó el gasto interno con relación al que registró el PIB. No obstante, dicho déficit siguió siendo influido a la baja por el desempeño favorable que presentaron las exportaciones del sector automotriz.

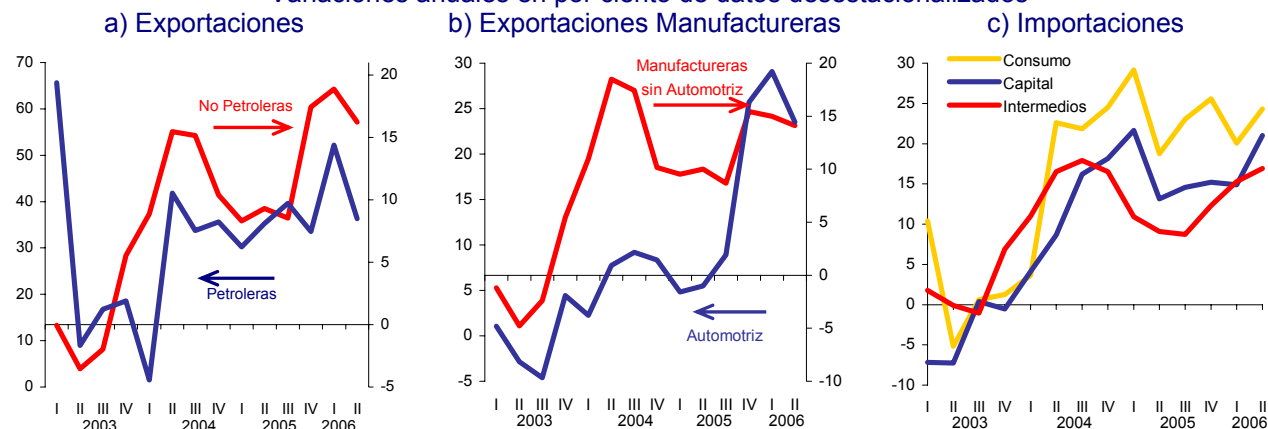
En el bimestre abril-mayo las exportaciones de productos mexicanos al mercado de los Estados Unidos mostraron un incremento anual de 14.25 por ciento, una tasa superior a la registrada por las adquisiciones totales de ese país en el exterior, que se ubicó en 12.34 por ciento. Ello implicó un ligero aumento de la participación de los productos mexicanos en las importaciones de ese país, al pasar de 10.56 por ciento en 2005, a 10.74 por ciento en igual bimestre del presente año. Cabe señalar que esa mejoría reflejó fundamentalmente la evolución de las exportaciones de petróleo y del sector automotriz. De esa manera, si de los datos del bimestre de referencia se excluye tanto el petróleo como las exportaciones del sector automotriz, resulta una ligera disminución de la participación de mercado de los productos de México, de 8.58 a 8.52 por ciento. Por otra parte, cabe precisar que en los primeros cinco meses del año mejoró la participación de los productos mexicanos en las importaciones de Estados Unidos, aún si no se considera al petróleo y a las exportaciones automotrices.

¹⁶ En el segundo trimestre las exportaciones manufactureras del sector automotriz registraron un crecimiento anual de 20 por ciento (de 23.5 por ciento con datos desestacionalizados), tasa que se originó de alzas de 32.6 por ciento del valor de las exportaciones de vehículos y de 9.7 por ciento del resto de los productos del sector automotriz (maquilador y no maquilador).

¹⁷ En el segundo trimestre las importaciones de mercancías mostraron un crecimiento a tasa anual de 16.9 por ciento (18.4 por ciento con datos desestacionalizados), mientras que en el primero del año había resultado de 19.2 por ciento (15.9 por ciento con datos desestacionalizados). Tales tasas superaron a la de 12.7 por ciento registrada en todo 2005. La referida evolución en el segundo trimestre del año en curso, se originó por incrementos respectivos de 16 y 18 por ciento de las importaciones de bienes intermedios y de capital, mientras que el alza de las de bienes de consumo resultó de 20.6 por ciento. Cabe señalar en el caso de las importaciones de bienes de consumo que su crecimiento anual fue influido al alza por un aumento importante del valor de las adquisiciones en el exterior de gasolina (de 108.2 por ciento). De hecho, si se deducen estas últimas del total de importaciones de bienes de consumo, el resto de esas adquisiciones registró en el segundo trimestre un crecimiento anual de 8.1 por ciento.

Gráfica 16 Exportaciones e Importaciones de Mercancías

Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados



Fuente: Banco de México.

El saldo superavitario que presentó la cuenta corriente en el segundo trimestre de 2006 se derivó, al igual que en el primero, de tres factores que incrementaron de manera importante los ingresos netos: aumento de los saldos superavitarios de la balanza comercial de productos petroleros y de la del sector automotriz, y una mayor entrada de recursos por remesas familiares. En particular, el superávit comercial de productos petroleros pasó de 4,247 millones de dólares en el segundo trimestre de 2005, a 5,410 millones en igual lapso de 2006, en tanto que el correspondiente al sector automotriz se elevó de 4,730 millones a 6,075 millones. Por su parte, el ingreso de recursos por remesas familiares sumó en el segundo trimestre 6,241 millones de dólares, implicando un incremento a tasa anual de 19.7 por ciento. Este resultado significó un aumento de 1,027 millones con respecto a la cifra de igual trimestre del año pasado.

Cuadro 2 Importaciones de Estados Unidos Por ciento

	Participación				Variaciones Porcentuales Anuales: 2006					
	Enero - Mayo		Abril - Mayo		Abril-Mayo				Ene-May	
	2005	2006	2005	2006	Total	Petróleo	Total sin Petróleo	Automotriz	Total sin Petróleo y sin Automotriz	Total sin Petróleo y sin Automotriz
Total	100.00	100.00	100.00	100.00	12.34	32.11	10.08	9.01	10.29	11.59
Total s/México	89.65	89.16	89.44	89.26	12.11	30.39	10.11	8.66	10.36	11.51
Total s/México y s/China	76.13	75.18	75.74	74.96	11.17	30.46	8.65	8.66	8.64	10.12
1. Canadá	17.53	17.46	17.30	16.93	9.94	57.54	6.29	6.60	6.18	10.61
2. China	13.52	13.98	13.69	14.30	17.28	7.29	17.30	--	17.30	17.26
3. México	10.35	10.84	10.56	10.74	14.25	42.84	9.83	10.53	9.53	12.39
4. Japón	8.66	8.06	8.30	7.93	7.28	--	7.28	12.52	4.03	2.08
5. Alemania	5.22	4.97	5.27	4.98	6.05	--	6.05	1.19	8.31	10.30
Suma de 5 países	55.28	55.31	55.13	54.87	11.82	49.27	9.91	8.34	10.36	11.93

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información del Buró del Censo del Departamento de Comercio de Estados Unidos.

Con base en la información descrita y la de otros rubros de las cuentas externas, se estima que en el segundo trimestre de 2006 la cuenta corriente de la balanza de pagos haya mostrado un saldo superavitario cercano a 1.3 miles de millones de dólares. Con lo anterior, la cuenta corriente habría presentado un superávit acumulado en el primer semestre del año de 2.1 miles de millones de dólares (déficit de 2,444 millones en igual semestre de 2005). Por otra parte, se

calcula que en el segundo trimestre del presente año la cuenta de capital haya registrado un superávit de alrededor de 10 mil millones de dólares (incluyendo errores y omisiones). Dicho saldo superavitario fue el resultado neto, principalmente, de lo siguiente: entradas de recursos en los renglones de inversión extranjera, tanto directa como de cartera, y de salidas derivadas de desendeudamiento con el exterior por parte del sector público. Por último, en el trimestre de referencia la reserva internacional neta del Banco de México se incrementó en 11,256 millones de dólares. Ello implicó que el saldo de tales reservas al cierre de junio fuera de 78,743 millones de dólares.

3.3. Costos y Precios

3.3.1. Salarios y Costo Unitario de la Mano de Obra

Los incrementos salariales que pactaron las empresas de jurisdicción federal durante el segundo trimestre de 2006 fueron, en promedio, iguales a los que se otorgaron durante el mismo lapso de 2005. Así, en el periodo referido, estos contratos, que tienen una vigencia de doce meses, se elevaron en 4.4 por ciento. Destaca que los aumentos salariales a los trabajadores de empresas públicas promediaron 4.0 por ciento, mientras que los correspondientes a las empresas privadas 4.5 por ciento (Cuadro 3).

Cuadro 3
Incremento Promedio al Salario Contractual y Trabajadores Beneficiados
según Tipo de Empresa

	2005					2006					
	I	II	III	IV	Ene-Dic	I	II	Abr	May	Jun	Ene-Jun
Incremento Promedio al Salario Contractual (por ciento)^{1/}											
Total	4.5	4.4	4.4	4.2	4.4	4.3	4.4	4.4	4.2	4.6	4.3
Empresas Públicas	3.6	4.0	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	3.5	4.0	4.1	4.0
Empresas Privadas	4.7	4.6	4.7	4.7	4.6	4.3	4.5	4.4	4.4	4.7	4.4
Trabajadores Beneficiados (participación porcentual)											
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Empresas Públicas	19	22	46	72	41	19	27	1	53	8	22
Empresas Privadas	81	78	54	28	59	81	73	99	47	92	78

1/ Promedio ponderado por el número de trabajadores beneficiados en el periodo.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

Cuadro 4
Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO por Sector de Actividad Económica
Variación anual en por ciento

	2004	2005		2006				
	Ene-Dic	Ene-Abr	Ene-Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	Ene-Abr
Industria Manufacturera no Maquiladora								
Productividad Laboral	7.1	2.3	2.0	6.4	4.9	10.6	-1.7	5.0
Remuneraciones Medias Reales	0.3	-0.5	-0.1	0.3	1.0	0.2	0.9	0.6
CUMO	-6.3	-2.5	-2.0	-5.7	-3.7	-9.4	2.7	-4.0
Industria Maquiladora^{1/}								
Productividad Laboral	2.5	-2.1	-1.1	1.6	-0.2	1.8	-2.3	0.2
Remuneraciones Medias Reales	-0.2	-1.9	0.4	1.2	1.6	3.2	2.5	2.1
CUMO	-2.6	0.2	1.6	-0.4	1.8	1.3	4.9	1.9

1/ El cálculo de la producción en la industria maquiladora se basa en el número de horas trabajadas. Así, la productividad media laboral por persona ocupada refleja la intensidad de la mano de obra en el proceso productivo.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información del INEGI.

En la industria manufacturera no maquiladora, el costo unitario de la mano de obra (CUMO) registró una variación promedio negativa durante el primer cuatrimestre del 2006. Esta baja resultó mayor con relación a la observada en el mismo lapso de 2005, lo que fue producto de un mayor ritmo de crecimiento de la productividad laboral (Cuadro 4). Por el contrario, en la industria maquiladora se observó un incremento en el CUMO mayor al del mismo periodo del año previo, lo que fue consecuencia de un aumento en las remuneraciones medias reales.

3.3.2. Bienes y Servicios Administrados y Concertados

El subíndice de precios de los bienes y servicios administrados alcanzó en junio de 2006 una tasa de variación anual de 8.18 por ciento, lo que representó un incremento de 0.23 puntos porcentuales respecto del nivel de marzo. Este incremento fue producto de alzas en los precios de las gasolinas en las ciudades fronterizas, así como en las tarifas eléctricas de alto consumo. En el caso de las gasolinas, ello se debió, en una primera instancia, al movimiento ascendente en las referencias internacionales de este combustible; sin embargo, al determinarse posteriormente un precio máximo para las ciudades fronterizas, esta tendencia se vio interrumpida.¹⁸ En el caso de las tarifas eléctricas de alto consumo, el incremento fue consecuencia de las alzas en los precios de los metales que inciden sobre la fórmula de cálculo de este servicio.¹⁹ En contraste con la evolución de las cotizaciones de los referidos energéticos, la tasa de crecimiento anual del precio del gas para uso doméstico se redujo (Gráfica 17).

Como consecuencia de diversas medidas establecidas por el Gobierno Federal, los precios internos de la gasolina, gas licuado y gas natural han exhibido una menor volatilidad que la de sus referentes externos (Gráfica 18). Así, en el caso de los primeros dos energéticos las alzas de precios que se han observado recientemente en los mercados internacionales no han producido presiones inflacionarias de magnitud comparable a las registradas en otros países.²⁰ Cabe destacar que, durante el trimestre que se analiza, el precio externo de la gasolina fue mayor al interno, situación que en años previos usualmente había sido la inversa. No obstante, la trayectoria de los futuros de este combustible sugiere que hacia el final del año los precios internos podrían ubicarse nuevamente en un nivel más alto que los externos. Asimismo, el alza que se observó en el precio internacional del gas licuado no se traspasó a las cotizaciones internas, debido a la determinación del Gobierno Federal de

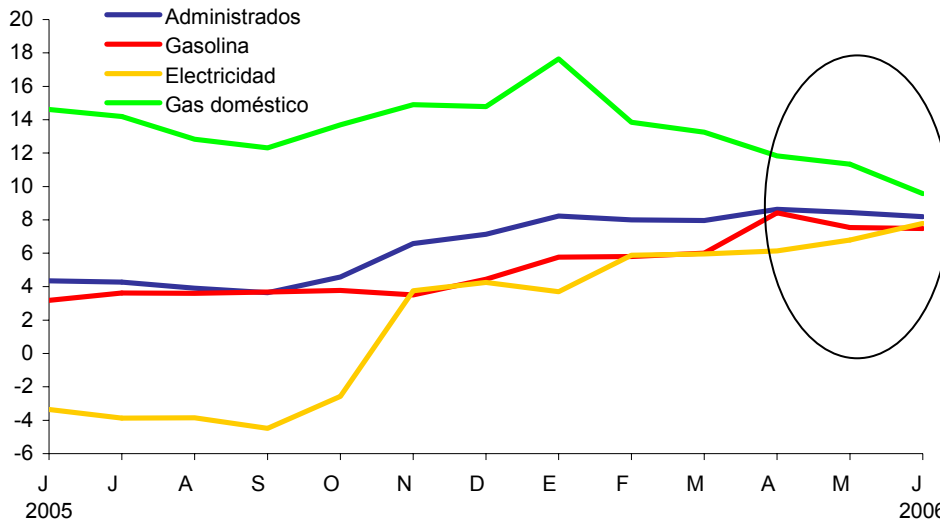
¹⁸ El Gobierno Federal emitió dos comunicados con relación a la política de precios de las gasolinas en las ciudades fronterizas. El primero, indicaba que a partir del 25 de abril de 2006 el precio de este combustible no podría rebasar el nivel alcanzado en la semana del 11 al 17 de abril de 2006. El segundo, que a partir del 6 de mayo se determinaba como precio máximo para las gasolinas en las ciudades fronterizas, el correspondiente al precio mínimo observado para una ciudad en particular en la misma fecha de referencia (que resultó ser Ciudad Juárez).

¹⁹ Las tarifas eléctricas residenciales de alto consumo se actualizan mensualmente de acuerdo al siguiente factor: $F = 0.8 \cdot TIP + 0.2 \cdot TCC$. El primer término de la ecuación (TIP), se compone de tres subíndices del Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) que se promedian aritméticamente, y son: Productos Metálicos, Maquinaria y Equipo, Industrias Metálicas Básicas y, Otras Industrias Manufactureras. El segundo término (TCC), representa el costo de los precios de los combustibles que se utilizan para la generación de la electricidad, éstos son: combustóleo importado y nacional; gas natural; diesel industrial y; carbón importado y nacional.

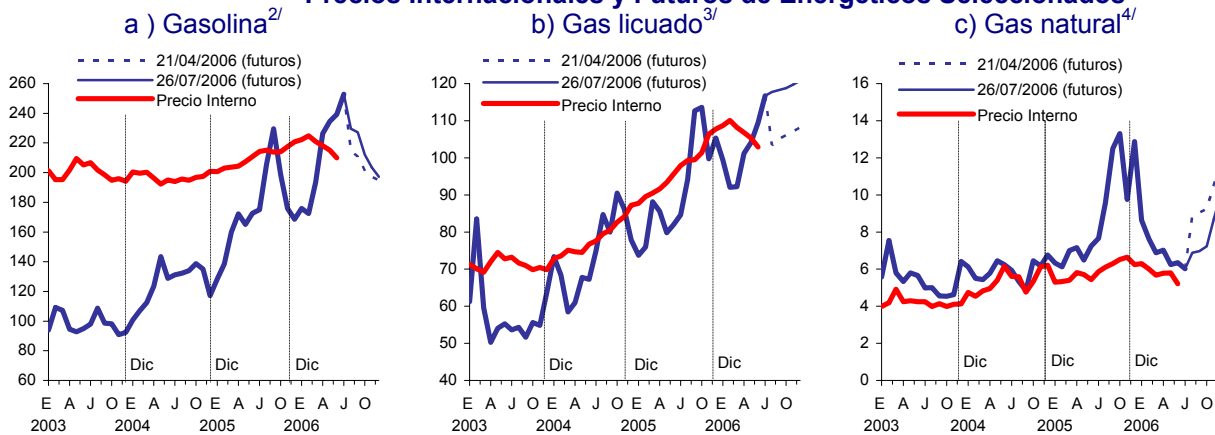
²⁰ En adición a las medidas implementadas durante el segundo trimestre de 2006 para limitar el impacto del alza de los precios internacionales de las gasolinas sobre los precios internos que rigen en las ciudades fronterizas, el Gobierno Federal previamente determinó medidas que inciden sobre las cotizaciones internas de los siguientes energéticos: gasolinas, electricidad de bajo consumo, gas licuado y gas natural (ver Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2006, p.39).

incrementar el precio de este combustible con un desliz congruente con una tasa de variación anual de 4 por ciento. Por lo que toca al precio externo del gas natural, éste ha mantenido una tendencia descendente, que de acuerdo a la trayectoria de los futuros podría revertirse durante el próximo semestre. Los precios internos de este energético están sujetos tanto a los movimientos en las cotizaciones internacionales como a diversas reglas establecidas para acotar su volatilidad, por lo que su comportamiento ha sido más estable (Gráfica 18c).

Gráfica 17
Subíndice de Precios Administrados
Variación anual en por ciento



Gráfica 18
Precios Internacionales y Futuros de Energéticos Seleccionados^{1/}



1/ Las cotizaciones de los futuros corresponden al New York Mercantile Exchange y a las fechas del 21 de abril y 26 de julio de 2006.

2/ Texas. Centavos de dólar por galón.

3/ Mont Belvieu, Tex. Centavos de dólar.

4/ Tetco, Tex. Dólares por MMBtu.

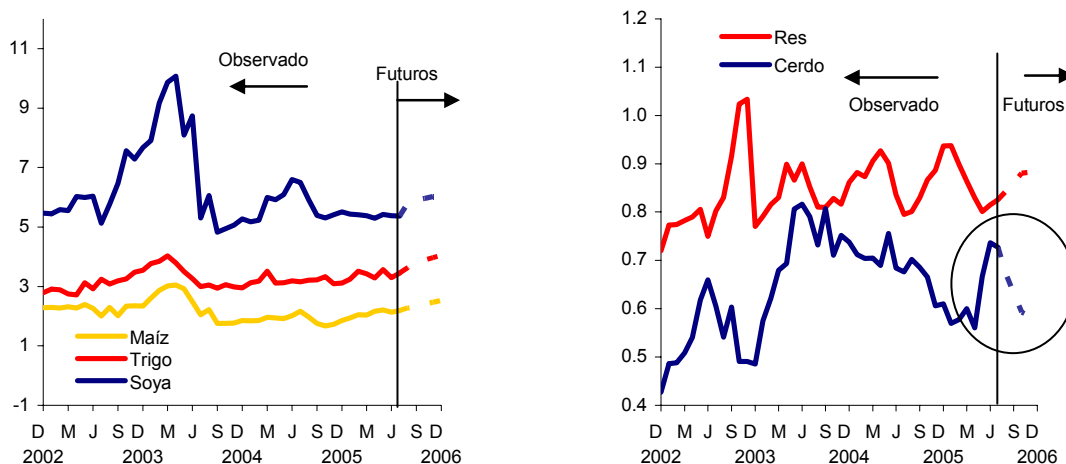
Al cierre del segundo trimestre de 2006 la variación anual del subíndice de los bienes y servicios con precios concertados fue 1.22 por ciento, cifra que resultó 0.40 puntos porcentuales menor a la observada en marzo. La reducción mencionada ha sido producto, principalmente, del escaso número de localidades en las que, durante este periodo, se observaron incrementos al transporte público o en el pago de cuotas de autopistas.

3.3.3. Materias Primas Alimenticias y Metales

Las cotizaciones internacionales de los granos registraron incrementos moderados durante el segundo trimestre de 2006, si bien la curva de los futuros indica que, en lo que resta del año, éstas podrían presentar una trayectoria al alza. Los aumentos referidos inciden sobre la estructura de costos de los productores de diversos alimentos procesados, entre los que destacan el pan y los cereales, así como en algunos costos de los productos pecuarios.

Por otra parte, los precios internacionales de la carne de cerdo aumentaron aproximadamente 30 por ciento durante el periodo que se analiza. No obstante, en este caso la curva de los futuros de este cárnico sugiere que este incremento podría revertirse en los meses siguientes (Gráfica 19). Por tanto, el efecto de las cotizaciones internacionales sobre los precios internos de la carne de cerdo y de sus productos derivados es incierto. Algo similar sucede con la carne de res, ya que sus precios internacionales se han reducido moderadamente con relación al nivel observado al cierre del trimestre previo, mientras que los futuros indican que podrían elevarse en los meses siguientes.

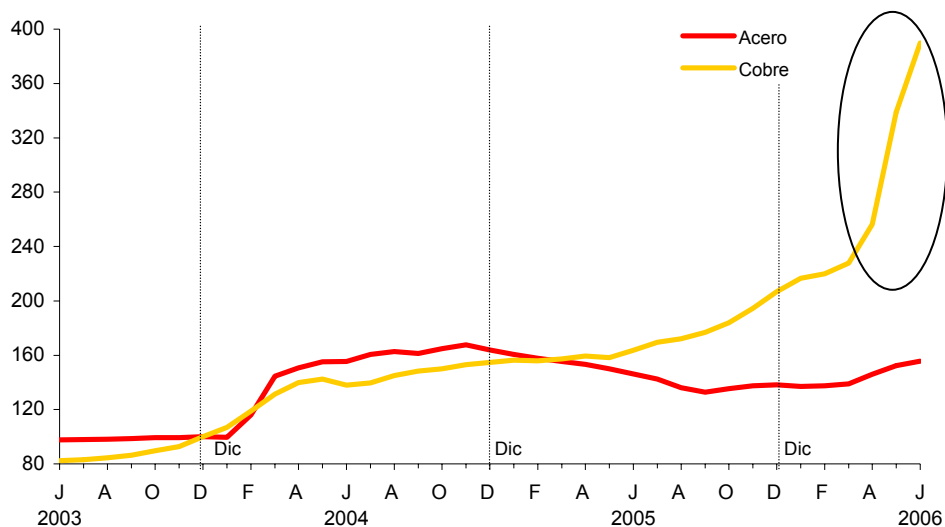
Gráfica 19
Cotizaciones Internacionales de Materias Primas Alimenticias^{1/}
 a) Granos
 Dólares por bushel
 b) Carnes
 Dólares por libra



^{1/} Las cotizaciones de los futuros corresponden al 26 de julio de 2006. En el caso de los granos los valores corresponden al Chicago Board of Trade, mientras que en el de los cárnicos al Chicago Mercantile Exchange.
 Fuente: Departamento de Agricultura de EEUU.

Los precios del acero y del cobre aumentaron significativamente durante el segundo trimestre de 2006 con relación a los niveles observados en el trimestre previo. Así, entre marzo y junio, los aumentos en los precios del acero y del cobre fueron de 12.1 y 71.2 por ciento (Gráfica 20). En ambos casos, esta elevación correspondió a lo acontecido en los mercados internacionales. Un factor adicional que ha incidido en los precios del cobre y del acero fue el de los conflictos laborales que han venido afectando a la producción.

Gráfica 20
Precio Interno del Acero y Cobre
 Índices base diciembre 2003=100



Las alzas que registraron los precios de los metales incidieron principalmente sobre las cotizaciones de los materiales para la construcción, así como en las tarifas eléctricas de alto consumo (ver Sección 3.3.2). Asimismo, dichos incrementos en las cotizaciones de los metales y de la electricidad han repercutido sobre los costos que enfrentan los productores de diversas mercancías, mismos que pudieran eventualmente implicar presiones sobre los precios al consumidor.

3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios

3.4.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales

Durante el primer semestre de 2006 la base monetaria tuvo un crecimiento anual promedio de 14.6 por ciento, variación superior a la observada durante el mismo periodo del año pasado (13.2 por ciento).²¹ Recientemente el crecimiento de la demanda de base monetaria se ha acelerado, en parte debido al mayor uso de efectivo que suele ocurrir durante los procesos electorales. Al respecto, se espera que este agregado reduzca su dinamismo durante la segunda mitad del 2006.

Al cierre del segundo trimestre de 2006, los activos internacionales se incrementaron en 8,934 millones de dólares con respecto al trimestre anterior, con lo que su saldo al 30 de junio de 2006 fue de 84,980 millones de dólares.²²

²¹ Variaciones calculadas con base en el promedio de saldos diarios.

²² Las definiciones de activos internacionales y reserva internacional pueden ser consultadas en el glosario del Comunicado de Prensa sobre el Estado de Cuenta del Banco de México (publicación semanal). Al restar de la base monetaria los activos internacionales se obtiene una medida amplia de la posición crediticia del Banco de México frente al mercado interno (crédito interno neto). Es decir, el financiamiento otorgado, o recibido, internamente por el Banco Central. Por su parte, la reserva

Por su parte, la base monetaria aumentó 16,029 millones de pesos. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó 84,248 millones de pesos en el trimestre (Cuadro 5).

Cuadro 5
Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
Millones

	Saldos		Variación	Flujos en 2006		
	Al 31 Dic. 2005	Al 30 Jun. 2006	Al 30 Jun. 2006	Trimestre		Acumulados al 30 Jun. 2006
				I	II	
(A) Base Monetaria (Pesos)	380,034	369,072	17.5	-26,990	16,029	-10,961
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	788,167	957,918	35.4	21,062	100,276	121,338
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	74,115	84,980	29.5	1,931	8,934	10,865
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-408,133	-588,846	49.8	-48,051	-84,248	-132,299
(D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] ^{3/}	68,669	78,743	27.5	-1,182	11,256	10,074
(E) Reserva Bruta (Dólares)	74,110	84,945	29.5	1,914	8,922	10,835
Pemex				6,420	10,555	16,976
Gobierno Federal				-3,556	-932	-4,488
Venta de dólares a la banca ^{4/}				-1,407	-1,550	-2,957
Otros ^{5/}				456	848	1,305
(F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	5,441	6,203	62.0	3,096	-2,334	762

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

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

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

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

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

Cabe mencionar que como parte de la estrategia para mejorar la composición de la deuda pública, se ha venido sustituyendo deuda externa por interna. En junio de 2006 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Banco de México anunciaron que se realizará una amortización anticipada de créditos contratados con el Banco Interamericano de Desarrollo y con el Banco Mundial por aproximadamente 7,000 millones de dólares. Para llevar a cabo esta operación, el Gobierno Federal adquirirá divisas de la reserva internacional del Banco de México con recursos que obtendrá de la colocación de bonos (Bondes D) en el mercado de deuda local, instrumento con características similares a los Bonos de Regulación Monetaria del Banco de México (BREMS). Los recursos en moneda nacional que obtenga el Banco de México por dicha operación serán utilizados para realizar el pago anticipado de BREMS. Como resultado de ello, se reducirá el saldo de las reservas internacionales y el de los BREMS, disminuyendo el pasivo y el activo del Banco de México y, por tanto, el costo de financiar dichas reservas. Una vez que esta operación se realice, el Banco de México dejará de colocar BREMS en el mercado, y las operaciones de regulación monetaria (e.g. esterilización) que se hacían con dichos títulos se llevarán a cabo con Bondes D.

internacional es una medida que excluye los pasivos en divisas del Banco de México a corto plazo (a menos de seis meses).

3.4.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

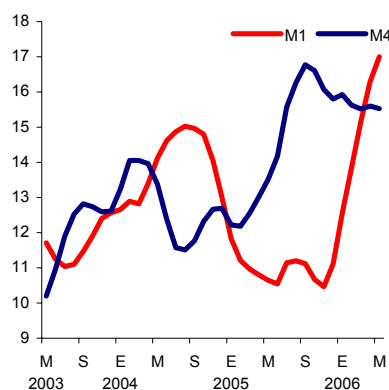
La disminución en el costo de oportunidad de mantener activos líquidos observada desde mediados del 2005 y el mayor ritmo de actividad económica han contribuido a que los agregados monetarios estrechos hayan incrementado su dinamismo. En particular, el medio circulante M1 aumentó su variación anual de 9.2 por ciento en mayo de 2005, a 17.6 por ciento en el mismo mes de 2006 (Gráfica 21a y 21b). A su vez, este incremento reflejó también el mayor uso de efectivo asociado a los procesos electorales.

Por su parte, en los primeros cinco meses del año el agregado monetario amplio M4 registró un crecimiento anual promedio de 15.4 por ciento. Al respecto, cabe señalar que continúa el proceso de profundización financiera de la economía. En particular, a mayo de 2006 el ahorro financiero llegó a representar alrededor de 52 por ciento del PIB (Gráfica 21c). El ahorro financiero se ha visto impulsado por un entorno macroeconómico de estabilidad, por la captación de recursos a través del Sistema de Ahorro para el Retiro y, de forma reciente, por el mayor dinamismo de la actividad económica.

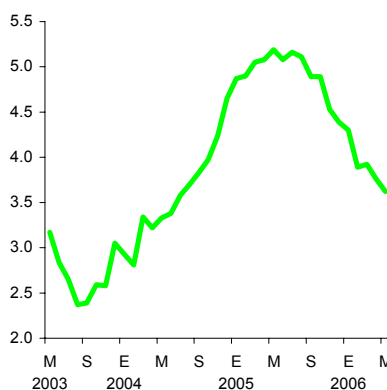
Gráfica 21

Agregados Monetarios M1 y M4 y Tasas de Interés

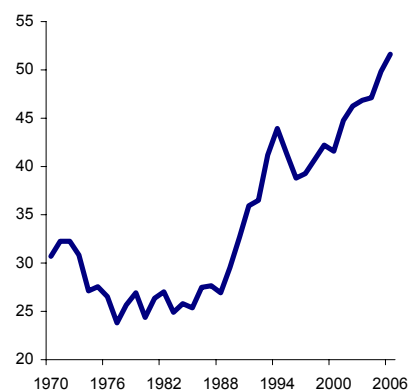
a) Agregados Monetarios M1 y M4
Variación anual en por ciento de series de tendencia



b) Diferencial entre las tasas de interés de la captación a plazo y la captación líquida
Por ciento anual



c) Agregado Monetario M4 ^{1/}
Por ciento del PIB



1/ Última observación mayo de 2006. Saldos promedio de los últimos doce meses.

La mayor oferta de recursos financieros internos ha permitido un incremento en el financiamiento al sector privado no financiero, a lo cual también ha contribuido la menor demanda de recursos por parte del sector público.²³ Esta tendencia es aún más clara al analizar el crédito directo vigente de la banca comercial a los hogares, el cual ha mostrado un marcado dinamismo en los últimos años, en particular, en el caso del otorgado al consumo (variación real anual de 48.3 por ciento a mayo de 2006). Sin embargo esto ha comenzado a reflejarse en incrementos en la cartera vencida y en la vigente con pagos vencidos, particularmente en los créditos al consumo.²⁴ Al respecto, cabe señalar

²³ Los cuantiosos ingresos petroleros y el menor costo financiero, entre otros factores, han permitido al sector público reducir sus requerimientos financieros en los últimos años.

²⁴ La cartera vigente con intereses vencidos corresponde a aquella que si bien aún no se considera vencida de acuerdo con los criterios contables, presenta cierto atraso en sus pagos.

que si bien se ha presentado un ligero incremento en el índice de morosidad de la cartera de tarjetas de crédito, éste aún se mantiene en niveles bajos.²⁵

Cuadro 6
Fuentes y Usos de Recursos de la Economía
Porcentaje del PIB

	Flujo anual: I trimestre		Saldo en primer trimestre de 2006		
	2005	2006	Var. Real Anual	% PIB	Estructura %
Total de fuentes	6.0	7.2	4.4	71.2	100.0
M4	5.5	7.1	11.3	52.5	73.7
En poder de residentes	5.1	6.5	10.5	50.5	70.9
SAR	1.6	1.3	8.9	11.5	16.2
Siefores	0.9	0.8	9.9	6.3	8.9
Otros fondos	0.7	0.5	7.6	5.2	7.3
Resto	3.5	5.2	11.0	39.0	54.7
En poder de no residentes	0.4	0.6	38.2	2.0	2.8
Financiamiento externo	0.5	0.1	-11.2	18.7	26.3
Sector público 1/	0.3	0.3	-12.7	12.0	16.8
Banca comercial 2/	0.1	-0.3	-51.0	0.3	0.4
Sector privado 3/	0.1	0.1	-4.7	6.5	9.1
Total de usos	6.0	7.2	4.4	71.2	100.0
Reserva internacional 4/	0.4	0.7	3.0	8.4	11.7
Sector público (SHRFSP) 5/	2.1	1.2	0.0	37.4	52.5
Internos	1.8	0.9	7.4	25.4	35.7
Externos	0.3	0.3	-12.7	12.0	16.8
Estados y municipios	0.2	0.1	3.2	1.5	2.1
Crédito de intermediarios financieros 6/	0.1	0.1	6.1	1.3	1.9
Emisión de instrumentos de deuda	0.0	0.0	-14.3	0.2	0.2
Sector privado	2.4	2.6	5.8	27.3	38.3
Hogares 7/	2.0	2.2	16.3	12.6	17.7
Consumo	1.0	1.2	41.2	3.8	5.4
Vivienda	1.0	0.9	8.0	8.8	12.3
Empresas	0.4	0.4	-1.9	14.6	20.5
Crédito de intermediarios financieros 6/	0.3	0.3	0.6	6.3	8.9
Emisión de instrumentos de deuda	0.0	0.1	-0.4	1.8	2.6
Externo	0.1	0.1	-4.7	6.5	9.1
Otros conceptos	0.9	2.6	-26.9	-3.3	-4.6

1/ Incluye endeudamiento externo del Gobierno Federal, de organismos y empresas públicas y PIDIREGAS externos, reportados por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP).

2/ Pasivos externos de la banca comercial. Excluye captación de no residentes.

3/ Incluye préstamos y valores emitidos en el exterior por el sector privado.

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

5/ Saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) y flujo de los requerimientos financieros del sector público (RFSP), reportados por la SHCP. El flujo anualizado del primer trimestre de 2005 excluye el efecto del intercambio del pagaré Fobaproa.

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

7/ Incluye programas de reestructura. En vivienda se refiere a la cartera total de los intermediarios financieros y del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT).

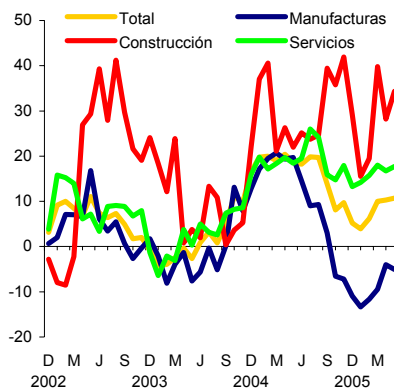
El crédito directo vigente otorgado por la banca comercial a las empresas ha mantenido una ligera recuperación y, en mayo de 2006, registró una tasa de crecimiento real anual de 11.4 por ciento. La reactivación del crédito empresarial se ha concentrado, principalmente, en los sectores de servicios y de la construcción (Gráfica 22). En el último año, el saldo total del crédito directo vigente se incrementó en 54.9 miles de millones de pesos, mientras que el crédito otorgado a los sectores de servicios y de la construcción se incrementó en 52

²⁵ El índice de morosidad de tarjetas de crédito pasó de 3.18 en diciembre de 2004 a 4.64 en mayo de 2006. Esto contrasta con lo observado en el crédito bancario a la vivienda en donde los índices de morosidad, tanto en la vivienda de interés social como en la residencial, continúan disminuyendo, alcanzando 2.1 por ciento en mayo de 2006.

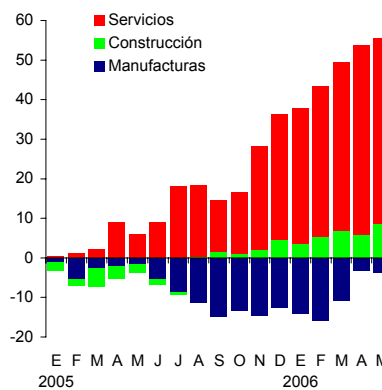
miles de millones de pesos. Ello también refleja que las actividades industriales, y en particular las manufactureras, suelen tener otras alternativas de financiamiento, principalmente externas. Finalmente, otro mercado en el que se ha observado un repunte es el de deuda corporativa de mediano y largo plazo, llegándose a colocar cerca de 18 miles de millones de pesos durante el segundo trimestre de 2006, a una tasa de interés promedio de 9.26 por ciento.

Gráfica 22
Crédito Directo Vigente de la Banca Comercial a las Empresas y Valores Privados a Mediano Plazo

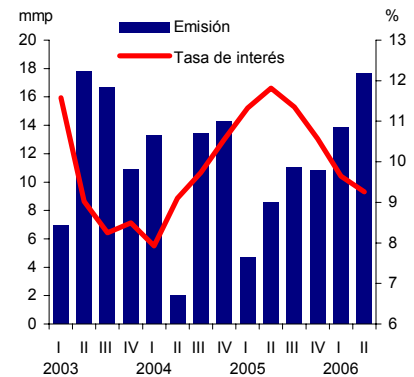
a) Crédito Directo Vigente de la Banca Comercial a Empresas
Variación anual en por ciento



b) Crédito Directo Vigente de la Banca Comercial a Empresas
Flujos acumulados en mmp



c) Valores Privados a Mediano Plazo
Emisión y rendimiento anual



Como se ha señalado en otras ocasiones, en general, las tasas de interés de los créditos ofrecidos a la mayoría de la población continúan siendo elevadas y no han reflejado cabalmente la caída en las tasas de interés líderes provenientes de la reducción de la inflación.²⁶ Al respecto, el Banco de México ha procurado que los usuarios de los servicios financieros cuenten con más y mejor información, a fin de que puedan elegir los créditos y servicios que más les convengan. En este sentido, el Banco de México anunció que, a partir de septiembre 2006, entrará en vigor una normatividad aplicable a bancos y Sofoles que establece medidas de transparencia en el otorgamiento de créditos y otras medidas de protección para los acreditados.²⁷ En particular, de estas disposiciones destaca el Costo Anual Total o CAT (indicador que considera, entre otros costos, la tasa de interés, comisiones y seguros obligatorios), el cual permitirá que las personas cuenten con información estandarizada de las distintas ofertas de crédito, facilitando la selección de la alternativa de menor costo.

²⁶ Existe todavía un amplio diferencial entre las tasas pasivas que pagan los bancos y las que cobran. Mientras que en abril de 2006, el costo de la captación a plazo en moneda nacional fue de 6.2 por ciento anual, la tasa de interés cobrada sobre las tarjetas de crédito tradicionales fue de 32.9 por ciento, el costo anual total de los créditos hipotecarios fue de 13.8 por ciento y 13.6 por ciento para los créditos a empresas.

²⁷ Para mayor información consultar la Circular Telefax 8/2006 y la presentación sobre las reglas de transparencia para el otorgamiento de crédito, ambas disponibles en la página Web del Banco de México (<http://www.banxico.org.mx>).

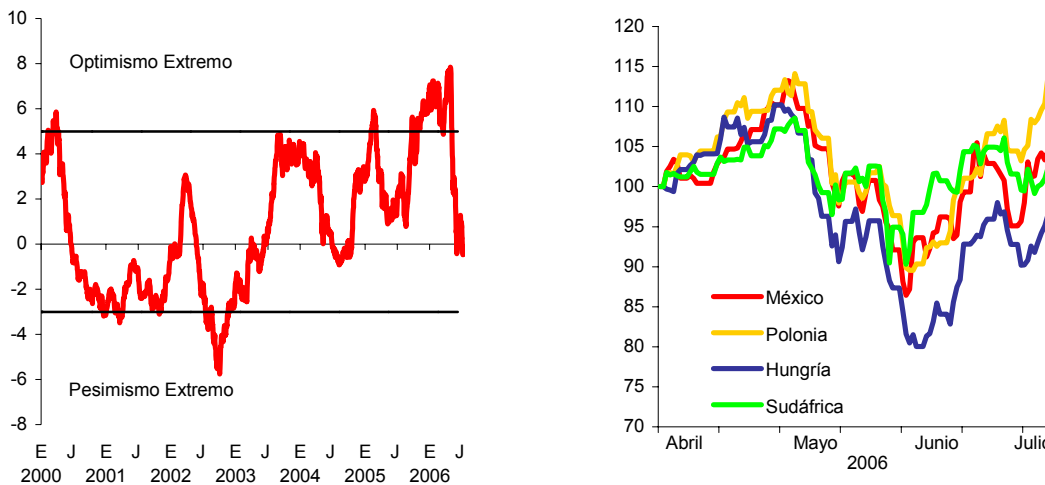
4. La Política Monetaria durante el Segundo Trimestre de 2006

Durante el segundo trimestre del año los elevados precios de los energéticos y otras materias primas, en combinación con una mayor utilización de los recursos productivos, implicaron mayores presiones sobre la inflación. Esto ha generado incertidumbre sobre la reacción correspondiente por parte de los principales bancos centrales y, en consecuencia, sobre los niveles que alcanzarían los réditos en los mercados financieros internacionales, especialmente en los Estados Unidos.

Este entorno, en donde se percibe que las condiciones monetarias globales continuarán tornándose menos acomodaticias, ha propiciado un menor apetito por riesgo por parte de los inversionistas. A su vez, ello se ha venido traduciendo en un ajuste en los precios de diversos activos y divisas, principalmente en las economías emergentes (Gráfica 23). En particular, en dichas economías se han observado incrementos en los réditos correspondientes a los instrumentos de deuda de mediano y largo plazo en moneda nacional respecto de los observados durante el primer trimestre del año (Gráfica 24), si bien aquéllos han venido revirtiéndose en las últimas semanas.

Es importante mencionar que las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas aún se mantienen en niveles reducidos respecto de su comportamiento histórico. Esto es, si bien las condiciones financieras globales se han tornado menos favorables, aún mantienen relativa holgura.

Gráfica 23
Índice Global de Apetito por Riesgo e Índices de Bolsas de Valores
 a) 1990-2006^{1/} b) Abril-Junio 2006 (abril 2006=100)^{2/}



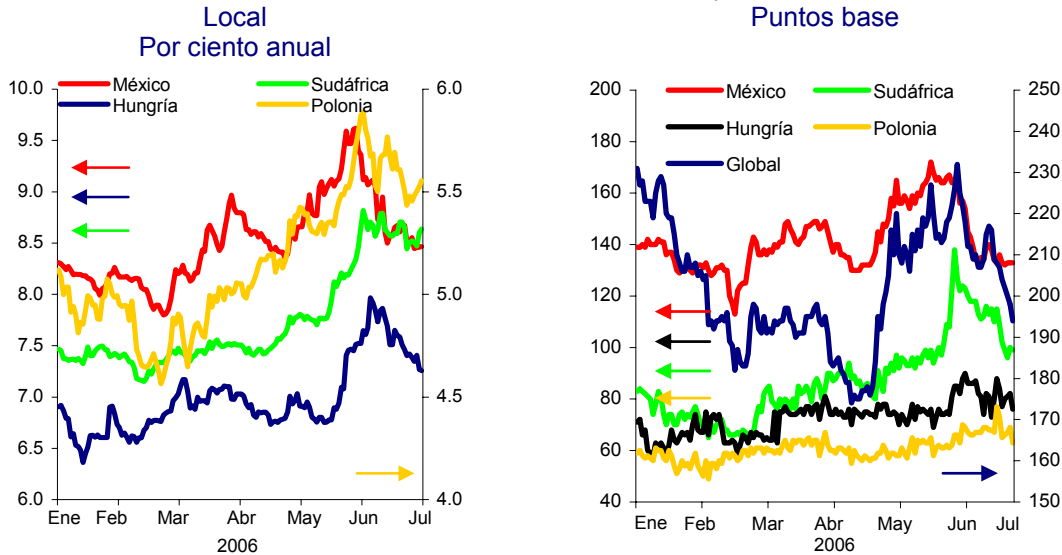
1/ Fuente: Credit Suisse. El índice compara los rendimientos ajustados por riesgo de 64 activos. Para cada activo se calculan los rendimientos en seis meses sobre el efectivo y la volatilidad a 12 meses. Después estima una regresión lineal de corte transversal con la volatilidad como variable independiente y el rendimiento como variable dependiente. La pendiente de la regresión es el valor del índice de apetito por riesgo en ese punto del tiempo. Durante periodos de alto apetito por riesgo, los activos riesgosos como acciones de economías desarrolladas y mercados emergentes presentan altos rendimientos, mientras que los bonos gubernamentales de los países desarrollados tienden a presentar rendimientos bajos e incluso negativos. Lo opuesto ocurre durante periodos de bajo apetito por riesgo.

2/ Estos países tienen una calificación crediticia similar o ligeramente superior que México.

Gráfica 24
Tasas de Interés de Largo Plazo y Diferencial de Tasas de Interés
Soberanas con respecto a Estados Unidos

a) Tasas de Interés a Diez Años en Moneda Local

b) EMBI 2005-2006 ^{1/}
 Puntos base



1/ EMBI global: diferencial soberano.
 Fuente: Bloomberg.

Por su parte, el entorno inflacionario en México continúa siendo favorable. En particular, durante el primer semestre la inflación subyacente se mantuvo cercana a 3 por ciento. En cuanto a la inflación general, tal y como se había anticipado, durante el segundo trimestre mostró una tendencia decreciente, después del repunte que presentó a principios de año. Es importante mencionar que la inflación subyacente se ha mantenido ya durante varios meses cercana al 3 por ciento, mientras que la volatilidad que ha registrado la inflación general ha sido reflejo, en gran parte, de aquélla que caracteriza a la inflación del subíndice de precios de las frutas y verduras y, en menor medida, de la que ha caracterizado a la inflación de los bienes y servicios administrados. En consecuencia, parece que el traspaso de las perturbaciones de oferta hacia la tendencia de la inflación se ha venido reduciendo de manera significativa.

Estos resultados han contribuido a que las expectativas de inflación para diferentes plazos se hayan mantenido en niveles reducidos (Gráfica 25). Así, las recabadas por el Banco de México en junio referentes a la inflación general para los cierres de 2006, 2007 y 2008 fueron de 3.36, 3.52 y 3.54 por ciento. Por su parte, las correspondientes a la inflación subyacente para 2006 y 2007 fueron de 3.28 y 3.22 por ciento. Como es de apreciarse, los analistas aún mantienen sus expectativas para la inflación general para diferentes horizontes por arriba del objetivo, si bien consideran que la inflación subyacente continuará situándose en niveles cercanos al 3 por ciento.

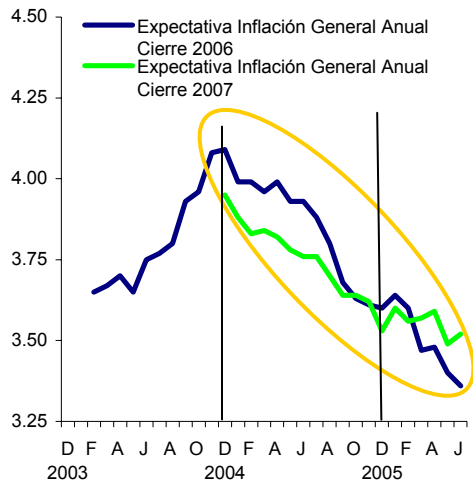
Considerando que la inflación, así como sus perspectivas, había mostrado una evolución acorde con lo anticipado por el Instituto Central, la Junta de Gobierno del Banco de México permitió en abril una reducción en las condiciones monetarias no mayor a 25 puntos base y destacó que, para el futuro previsible, no existía espacio para un relajamiento adicional. De esta forma, en los comunicados de mayo, junio y julio la Junta decidió mantener sin cambio las

referidas condiciones, habiendo reiterado en dichas fechas la ausencia de margen para un relajamiento posterior. Estas acciones dieron lugar a que la tasa de interés de fondeo bancario se redujera a 7 por ciento el 21 de abril, y a que se haya mantenido en dicho nivel hasta la actualidad (Gráfica 26).

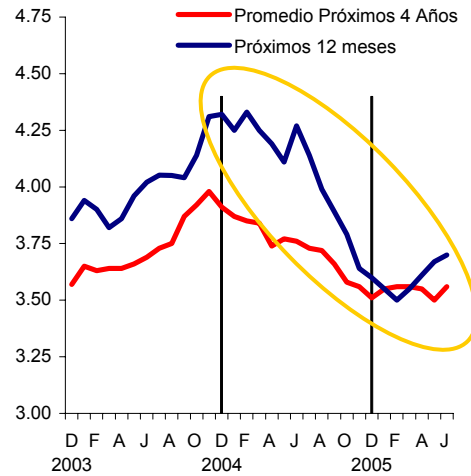
Gráfica 25

Expectativas de Inflación: Encuesta Banco de México

a) Cierre de 2006 y 2007
Por ciento anual



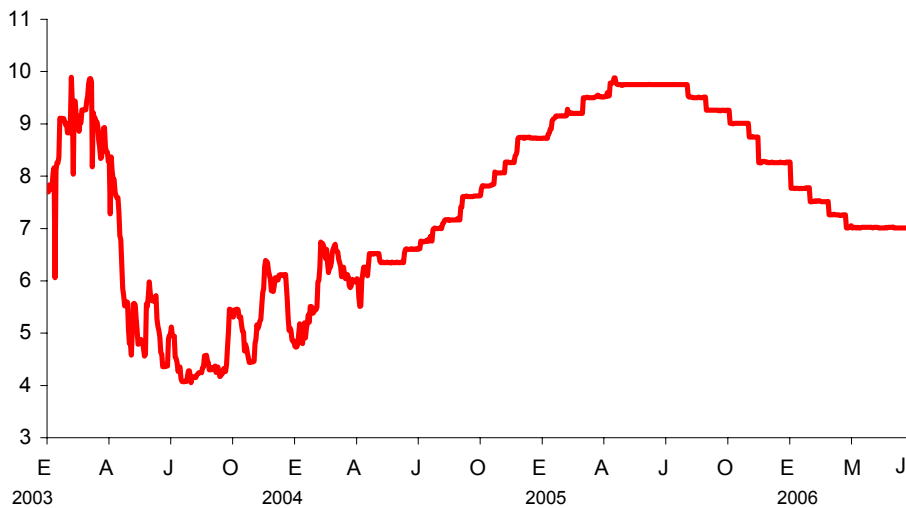
b) Próximos 12 meses y 4 Años (promedio)
Por ciento anual



Gráfica 26

Tasas de Interés de Fondeo Bancario

Por ciento anual

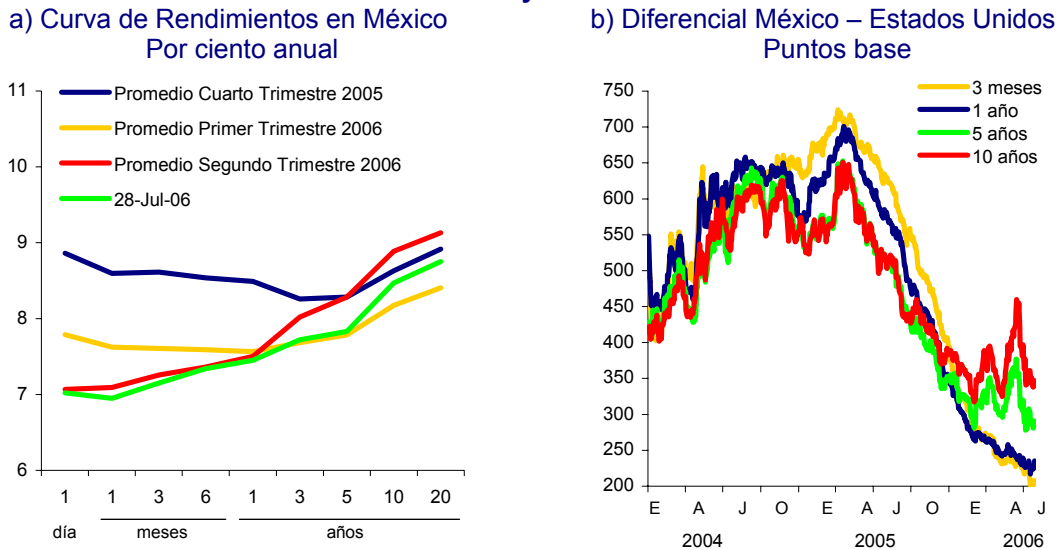


En los últimos meses los mercados financieros internos han resentido tanto la mayor aversión al riesgo a nivel global, como la incertidumbre asociada al proceso electoral del presente año. Estos factores dieron lugar a que se presentara un empinamiento de la curva de rendimientos durante el segundo trimestre (Gráfica 27a). En consecuencia, el diferencial entre la tasa de interés del bono a 20 años y la de fondeo bancario a un día pasó de un promedio de 61 puntos base en el primer trimestre del año, a uno de 206 en el segundo.

No obstante, conviene notar que el ajuste en nuestros mercados financieros, ante un entorno en donde las condiciones monetarias a nivel global se encuentran en un proceso de normalización, ha sido ordenado y ha conllevado costos reducidos en términos de inflación y crecimiento. Al respecto, cabe señalar que parte de los ajustes en los precios de diversos activos y divisas en los mercados emergentes se han revertido recientemente. Asimismo, ha comenzado a mitigarse la incertidumbre que usualmente antecede a los procesos electorales. Estos factores han dado lugar a que en las últimas semanas se hayan venido revirtiendo, tanto el incremento en las tasas de interés en moneda nacional para plazos mayores, como algunos de los ajustes que se presentaron en el tipo de cambio y en los precios de otros activos (Gráfica 27 y Gráfica 28).

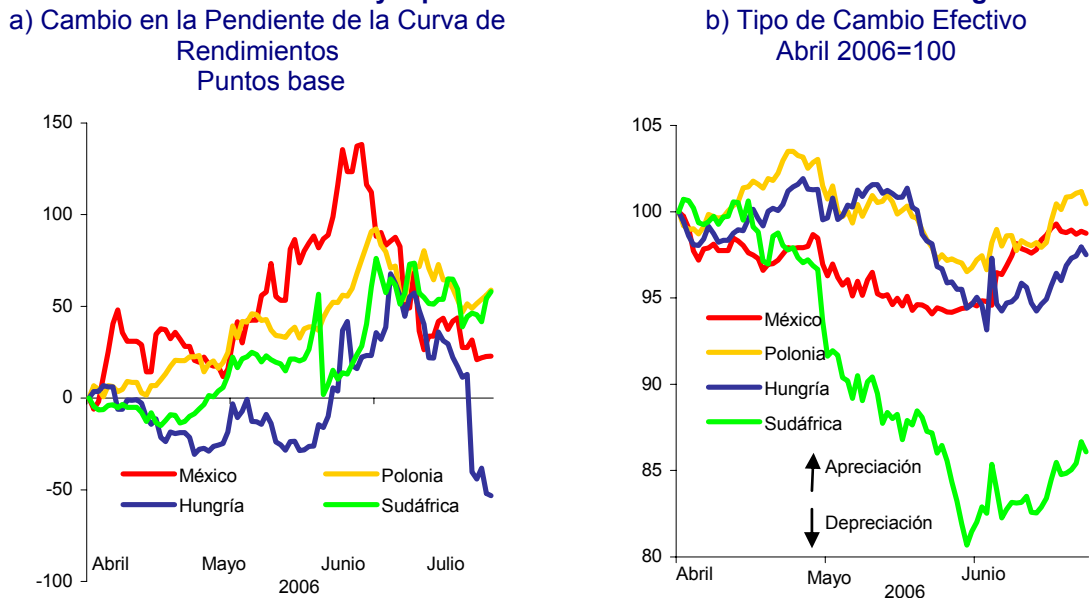
Gráfica 27

Curva de Rendimientos en México y Diferencial con los Estados Unidos



Gráfica 28

Curva de Rendimientos y Tipo de Cambio Efectivo en Economías Emergentes



5. Balance de Riesgos y Conclusiones

El escenario económico que el Banco de México prevé para el 2006 se sustenta en los siguientes elementos:

- a) En general, las perspectivas sobre la evolución de la economía mundial continúan siendo positivas, si bien se han acentuado algunos riesgos. Por lo que se refiere a los Estados Unidos, el promedio de las proyecciones para el crecimiento económico de los principales analistas se ubica alrededor de 3.5 por ciento, y se anticipa que la actividad industrial se expandirá a un ritmo superior.
- b) Las cuentas externas de México seguirán registrando ingresos elevados provenientes de las exportaciones de crudo y de las remesas de los trabajadores mexicanos en el exterior.
- c) A pesar de que se anticipa que las condiciones monetarias globales se tornen más restrictivas, conduciendo a una mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas, los mercados financieros internacionales mantienen relativa holgura. En particular, las tasas de interés para plazos mayores en las economías desarrolladas continúan en niveles reducidos en términos históricos.

A partir de las consideraciones anteriores, y con base en la información analizada en este Informe, el ejercicio de pronóstico arroja el siguiente escenario para 2006:

Crecimiento: Se estima que el crecimiento económico se situará entre 4.0 y 4.5 por ciento (en el Informe sobre la Inflación anterior el intervalo era de 3.5 a 4.0 por ciento).

Empleo: Se prevé que la generación de empleos en el sector formal será cercana a las 900 mil plazas (número de trabajadores asegurados en el IMSS).

Cuenta Corriente: Se anticipa que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos sea alrededor de 0.2 por ciento del producto.

Inflación: Es previsible que la inflación general y la subyacente se sitúen entre 3 y 3.5 por ciento al cierre del año. El primer indicador observará cierta volatilidad proveniente de su componente no subyacente.

Al respecto, cabe destacar lo siguiente:

- a) Si bien la inflación subyacente se ha mantenido cercana al 3 por ciento en lo que va del año, las mayores presiones que ha venido enfrentando provienen, en gran parte, del alza en los precios de diversos materiales que se utilizan para la construcción de vivienda. Por supuesto, dichas presiones podrían reducirse en la medida en que se restablezca la producción de acero y cobre que se ha visto afectada por conflictos laborales en algunas empresas del sector. Por su parte, los aumentos que se han presentado en las cotizaciones de diversas materias primas han repercutido sobre los precios de los servicios distintos de los de la

vivienda, manteniendo la inflación del rubro resto de los servicios relativamente elevada. Finalmente, se anticipa que la inflación de las mercancías muestre una trayectoria lateral en lo que resta del año.

- b) Se estima que entre agosto y noviembre de 2006 la variación anual del componente no subyacente podría incidir al alza sobre la inflación general, dado que se espera un repunte de la inflación anual de los bienes agropecuarios. Ello se debe a que en igual periodo del año anterior se presentaron reducciones atípicas en los precios de estos productos.
- c) Si bien los precios internacionales de los energéticos han alcanzado nuevamente niveles máximos históricos, se anticipa que su impacto sobre la inflación general será moderado. Esto se debe a diversas políticas que han sido adoptadas por el Gobierno Federal para atenuar los efectos de la volatilidad de los precios internacionales de estos bienes.²⁸

Para 2007 se anticipa que la inflación subyacente registre niveles cercanos al 3 por ciento, y que la inflación general se mantenga dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo de 3 por ciento, previéndose que, hacia finales de año, se sitúe en un nivel inferior a 3.5 por ciento.

Es claro que tanto el entorno para la inflación como sus perspectivas han mejorado. No obstante, conviene mencionar los siguientes riesgos:

- i) Las elevadas cotizaciones internacionales de diversas materias primas continúan siendo una fuente de presiones inflacionarias. Tal es el caso de los energéticos y de los metales.
- ii) Las cotizaciones a futuro de los granos sugieren que sus precios podrían ir al alza.
- iii) El entorno financiero internacional se ha vuelto menos favorable.
- iv) El ritmo de crecimiento de los precios de los servicios continúa siendo elevado.
- v) Las expectativas de inflación aún se encuentran por encima de la meta de 3 por ciento.

Por otra parte, existen factores de riesgo que pudieran incidir principalmente sobre el crecimiento de la actividad productiva previsto en el escenario base.

En primer lugar, si la inflación se recrudece en los Estados Unidos, las autoridades monetarias podrían incrementar sus tasas de referencia más allá de lo que actualmente anticipan los mercados financieros, acentuando los riesgos a la baja para el crecimiento mundial.

²⁸ Para mayor información sobre las políticas de precios y tarifas seguidas por el Gobierno Federal ver el Informe sobre la Inflación Enero- Marzo 2006 (página 39).

Como se ha señalado en repetidas ocasiones, otro factor de riesgo que ha venido afectando adversamente el ritmo de crecimiento de la actividad productiva y, por tanto, la generación de empleos, es la pérdida de competitividad de la economía nacional. Dicha pérdida refleja, sobre todo, la falta de avances para hacer más flexible nuestra estructura productiva, lo que permitiría que diversos insumos estratégicos fluyan de manera expedita y a precios competitivos a aquellos sectores en donde se van generando oportunidades de crecimiento. El que otros países estén avanzando en esta dirección disminuye las ventajas competitivas del país, lo cual dificulta la solución de problemas endémicos en nuestra sociedad, tales como el abatimiento de la pobreza y la muy desigual distribución del ingreso.

Por otro lado, un riesgo que continúa latente es el proveniente de los desequilibrios globales. De hecho, el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos se mantiene muy elevado. No obstante, diversos analistas continúan asignando únicamente una reducida probabilidad de ocurrencia a un escenario en donde pudiera presentarse una corrección abrupta de esta situación.

Finalmente, en los últimos meses los mercados financieros internos se vieron afectados, en parte, por la incertidumbre asociada al proceso electoral del presente año. Otros factores de riesgo relacionados con este proceso podrían generarse, ocasionando nuevos episodios de volatilidad. Sin embargo, como ya se mencionó, los logros alcanzados en materia de estabilidad y profundidad de nuestros mercados financieros han conducido a que la economía mexicana se encuentre en la actualidad en una posición sólida para hacer frente a estos episodios y mantener un clima de certidumbre para la inversión y la actividad productiva.