

# Informe sobre la Inflación

---

Julio – Septiembre 2006



BANCO DE MEXICO

---

OCTUBRE, 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 27 de octubre de 2006. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.*



## CONTENIDO

### Informe sobre la Inflación Julio-Septiembre 2006

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. Introducción .....</b>  | <b>1</b>  |
| <b>2. Evolución Reciente de la Inflación .....</b>  | <b>3</b>  |
| 2.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2006 .....                                    | 3         |
| 2.2. Índice Nacional de Precios Productor .....   | 8         |
| <b>3. Principales Determinantes de la Inflación .....</b>                                 | <b>9</b>  |
| 3.1. Entorno Externo .....  | 9         |
| 3.1.1. Actividad Económica Global .....   | 9         |
| 3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación .....   | 10        |
| 3.1.3. Mercados Financieros .....   | 12        |
| 3.1.4. Perspectivas.....  | 14        |
| 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 .....   | 20        |
| 3.3. Costos y Precios .....   | 23        |
| 3.3.1. Salarios y Costo Unitario de la Mano de Obra .....                                 | 23        |
| 3.3.2. Bienes y Servicios Administrados y Concertados .....                               | 24        |
| 3.3.3. Materias Primas Alimenticias y Metales .....                                       | 26        |
| 3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios .....                            | 28        |
| 3.4.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos<br>Internacionales .....            | 28        |
| 3.4.2. Agregados Monetarios y Financiamiento .....  | 29        |
| <b>4. La Política Monetaria durante el Tercer Trimestre de 2006.....</b>                  | <b>32</b> |
| <b>5. Balance de Riesgos y Conclusiones.....</b>  | <b>37</b> |
| <b>6. Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria.....</b>                           | <b>41</b> |
| 6.1. Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política<br>Monetaria en 2007..... | 41        |







## 1. Introducción

---

Las perspectivas para la actividad económica mundial continúan siendo favorables, si bien es previsible que su ritmo de expansión disminuya gradualmente. En el caso de los Estados Unidos, es posible que la desaceleración observada recientemente se haya visto atenuada, en alguna medida, por los efectos de la reducción de los precios de la gasolina y del incremento del empleo sobre el consumo privado. Ello ha contribuido a mitigar el efecto de la caída del mercado inmobiliario sobre el ingreso de los hogares. Por otra parte, la recuperación económica tanto en Europa como en Japón continuó, y se mantuvo el desempeño favorable en las economías emergentes, particularmente las asiáticas.

Como resultado del crecimiento que ha registrado la economía mundial, en algunas economías desarrolladas se ha venido incrementando la utilización de los recursos productivos. Sin embargo, como ya se mencionó, existe la percepción de que la economía de los Estados Unidos se encuentra actualmente en la fase madura de su ciclo, por lo que se avizora una moderación en su ritmo de crecimiento y, en consecuencia, en el de la economía mundial. En este contexto, en los últimos meses los precios internacionales de los energéticos y de otras materias primas han comenzado a ceder, a pesar de que aún permanecen en niveles relativamente elevados. En balance, si bien persiste cierta preocupación por la posibilidad de un nuevo repunte de la inflación a nivel mundial, debe destacarse que sus expectativas para el mediano y largo plazo, en general, se mantienen bien ancladas.

Este entorno ha dado lugar a menores tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos, lo que ha contribuido a mejorar las condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales por parte de las economías emergentes. De esta forma, en los últimos meses se ha revertido el repunte en la aversión al riesgo de los inversionistas que se registró en el segundo trimestre del año, propiciando una recuperación en los precios de los activos y divisas de la mayoría de dichas economías.

La evolución de los mercados financieros en México durante el tercer trimestre, reflejó tanto la reducción de las primas de riesgo en los mercados internacionales de capitales, como la disipación de la incertidumbre que se generó en torno al proceso electoral del presente año. En consecuencia, las tasas de interés para plazos mayores se redujeron, dando como resultado un aplanamiento de la curva de rendimientos.

En tales condiciones, la actividad económica en México continuó expandiéndose. En particular, todos los rubros de la demanda agregada mostraron una evolución favorable. En la parte interna, destacaron tanto la fortaleza del consumo, como el dinamismo de la inversión. En la externa, lo hizo el aumento de las exportaciones manufactureras, especialmente las provenientes del sector automotriz. Como se ha mencionado reiteradamente, el gasto interno continúa siendo favorecido por los elevados ingresos provenientes de las remesas familiares y de las exportaciones de crudo.

Por lo que se refiere a la evolución reciente de la inflación, en el tercer trimestre del año se presentaron algunas perturbaciones de oferta que indujeron un repunte de la inflación general anual. Entre éstas destacaron eventos climáticos que afectaron la cosecha del jitomate en el noroeste del país, problemas en el abasto de azúcar y un alza en los precios de la tortilla en ciertos establecimientos. Estos fenómenos propiciaron que la inflación general anual alcanzara 4.09 por ciento en septiembre, cifra superior en 91 puntos base a la registrada en junio.

En los siguientes dos meses, los efectos de estos factores se añadirán, como se había previsto en el Informe anterior, a un posible repunte de la inflación general anual resultado de una reducida base de comparación. Debe recordarse que en octubre y noviembre del año anterior, la variación anual de los precios del grupo de las frutas y verduras fue atípicamente baja. En consecuencia, es previsible que la inflación general en términos anuales se mantenga cercana a 4.5 por ciento en dichos meses, para retomar posteriormente una trayectoria decreciente.

Es importante mencionar que las referidas perturbaciones son de carácter temporal y, por tanto, no se espera que se traspasen a las expectativas de inflación correspondientes a 2007 y hacia adelante. De hecho, si bien las expectativas de inflación para el cierre del presente año se han incrementado, las de mediano y largo plazo han mostrado estabilidad.

Considerando el escenario descrito, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener sin cambio las condiciones monetarias durante el tercer trimestre. Sin embargo, como se ha venido señalando en los comunicados donde se anuncian las decisiones de política monetaria, persisten algunos riesgos que pudieran incidir sobre la inflación y que se listan en la última sección de este Informe.

En consecuencia, la Junta de Gobierno del Instituto Central permanecerá atenta a que las expectativas de inflación se mantengan ancladas y reitera su intención de propiciar y consolidar la convergencia de la inflación con su meta.

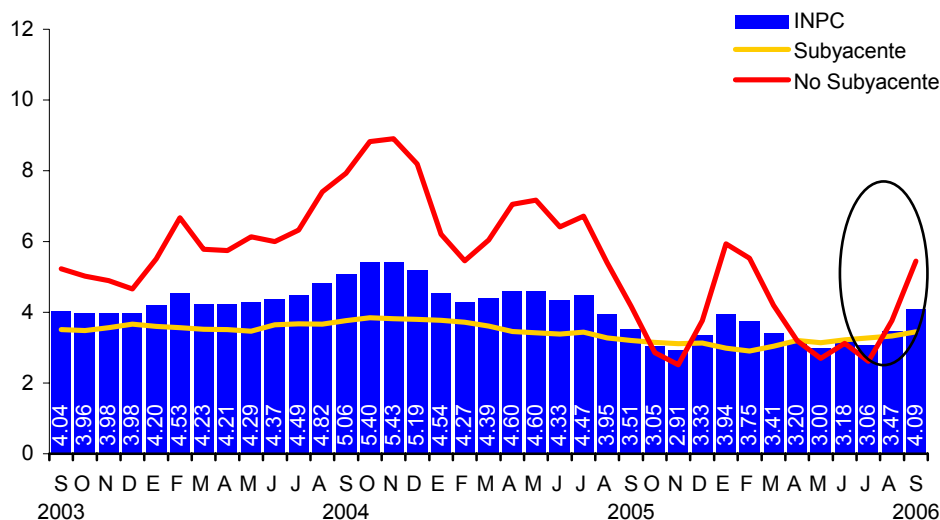
## 2. Evolución Reciente de la Inflación

### 2.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2006

Al cierre del tercer trimestre la inflación general anual se ubicó en 4.09 por ciento, lo que implicó un incremento de 0.91 puntos porcentuales con respecto al resultado de junio (Gráfica 1 y Cuadro 1). Este repunte se explica, en su mayor parte, por la evolución de los precios del jitomate (0.56 puntos), azúcar (0.07 puntos) y tortilla (0.06 puntos). Las cotizaciones de estos productos, cuya ponderación en el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) es relativamente elevada, fueron afectadas por perturbaciones de oferta. En el primer caso, éstas se asocian a fenómenos climatológicos, mientras que para los otros dos, las alzas en sus cotizaciones ocurrieron por diversos problemas relacionados con su comercialización.

La trayectoria de los precios del azúcar y de la tortilla incidió sobre la evolución del componente subyacente del INPC, mientras que la del jitomate lo hizo en el no subyacente. Cabe destacar que en México los alimentos procesados se incluyen en el primero de los grupos referidos, dada la importancia que tienen en el gasto de las familias.<sup>1</sup> Así, en septiembre las variaciones anuales del índice subyacente y no subyacente fueron 3.45 y 5.44 por ciento (en junio dichas cifras fueron 3.22 y 3.12 por ciento).

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



<sup>1</sup> La ponderación de los alimentos en el INPC es de 22.74 por ciento, dentro de la cual 14.67 puntos porcentuales corresponden a alimentos procesados que se incluyen en el índice subyacente y los 8.07 puntos restantes se refieren a productos agropecuarios que están en el índice no subyacente.

**Cuadro 1**  
**Incidencia a la Inflación General Anual de los Componentes del INPC<sup>1/</sup>**  
**Puntos porcentuales**

|                                    | Dic-2005     | Mar-2006<br>(a) | Jun-2006<br>(b) | Jul-2006<br>(c) | Ago-2006<br>(d) | Sep-2006<br>(e) | Diferencia<br>(e-b) |
|------------------------------------|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------------|
| <b>INPC</b>                        | <b>3.33</b>  | <b>3.41</b>     | <b>3.18</b>     | <b>3.06</b>     | <b>3.47</b>     | <b>4.09</b>     | <b>0.91</b>         |
| <b>Subyacente</b>                  | <b>2.11</b>  | <b>2.05</b>     | <b>2.19</b>     | <b>2.22</b>     | <b>2.26</b>     | <b>2.34</b>     | <b>0.15</b>         |
| <b>Mercancías</b>                  | <b>1.00</b>  | <b>0.96</b>     | <b>0.90</b>     | <b>0.93</b>     | <b>0.96</b>     | <b>1.03</b>     | <b>0.13</b>         |
| Alimentos                          | 0.55         | 0.54            | 0.52            | 0.55            | 0.56            | 0.62            | 0.10                |
| Azúcar                             | -0.01        | -0.01           | 0.00            | 0.01            | 0.01            | 0.08            | 0.07                |
| Tortilla                           | 0.07         | 0.09            | 0.09            | 0.09            | 0.10            | 0.15            | 0.06                |
| Otros alimentos                    | 0.38         | 0.33            | 0.29            | 0.29            | 0.30            | 0.26            | -0.03               |
| Resto de mercancías                | 0.45         | 0.42            | 0.38            | 0.38            | 0.40            | 0.42            | 0.03                |
| <b>Servicios</b>                   | <b>1.11</b>  | <b>1.10</b>     | <b>1.28</b>     | <b>1.30</b>     | <b>1.30</b>     | <b>1.30</b>     | <b>0.02</b>         |
| Vivienda                           | 0.45         | 0.53            | 0.68            | 0.69            | 0.70            | 0.68            | 0.00                |
| Resto de servicios                 | 0.66         | 0.56            | 0.60            | 0.61            | 0.60            | 0.62            | 0.02                |
| <b>No Subyacente</b>               | <b>1.23</b>  | <b>1.36</b>     | <b>1.00</b>     | <b>0.84</b>     | <b>1.21</b>     | <b>1.76</b>     | <b>0.76</b>         |
| <b>Agropecuarios</b>               | <b>-0.02</b> | <b>0.13</b>     | <b>-0.18</b>    | <b>-0.34</b>    | <b>0.02</b>     | <b>0.65</b>     | <b>0.83</b>         |
| <b>Frutas y Verduras</b>           | <b>-0.07</b> | <b>0.17</b>     | <b>-0.13</b>    | <b>-0.25</b>    | <b>0.07</b>     | <b>0.60</b>     | <b>0.73</b>         |
| Jitomate                           | -0.18        | 0.05            | -0.16           | -0.21           | 0.03            | 0.40            | 0.56                |
| Cebolla                            | -0.04        | 0.00            | -0.07           | -0.06           | -0.07           | 0.00            | 0.07                |
| Aguacate                           | -0.01        | 0.00            | -0.01           | -0.05           | 0.04            | 0.04            | 0.05                |
| Tomate verde                       | -0.01        | -0.13           | -0.05           | -0.06           | -0.03           | 0.01            | 0.05                |
| Otras frutas y verduras            | 0.16         | 0.25            | 0.15            | 0.13            | 0.10            | 0.16            | 0.00                |
| <b>Pecuarios</b>                   | <b>0.05</b>  | <b>-0.04</b>    | <b>-0.04</b>    | <b>-0.08</b>    | <b>-0.05</b>    | <b>0.05</b>     | <b>0.09</b>         |
| <b>Administrados y Concertados</b> | <b>0.85</b>  | <b>0.85</b>     | <b>0.79</b>     | <b>0.79</b>     | <b>0.81</b>     | <b>0.76</b>     | <b>-0.03</b>        |
| <b>Administrados</b>               | <b>0.64</b>  | <b>0.71</b>     | <b>0.68</b>     | <b>0.67</b>     | <b>0.65</b>     | <b>0.61</b>     | <b>-0.07</b>        |
| Gasolina bajo octanaje             | 0.14         | 0.19            | 0.24            | 0.23            | 0.24            | 0.22            | -0.02               |
| Gasolina alto octanaje             | 0.02         | 0.02            | 0.03            | 0.03            | 0.03            | 0.03            | 0.00                |
| Electricidad                       | 0.13         | 0.18            | 0.17            | 0.21            | 0.21            | 0.21            | 0.03                |
| Gas doméstico                      | 0.35         | 0.32            | 0.23            | 0.20            | 0.18            | 0.15            | -0.08               |
| <b>Concertados</b>                 | <b>0.22</b>  | <b>0.15</b>     | <b>0.11</b>     | <b>0.13</b>     | <b>0.16</b>     | <b>0.15</b>     | <b>0.04</b>         |
| <b>Educación</b>                   | <b>0.39</b>  | <b>0.38</b>     | <b>0.38</b>     | <b>0.38</b>     | <b>0.38</b>     | <b>0.35</b>     | <b>-0.03</b>        |

<sup>1/</sup>La incidencia se refiere a la contribución en puntos porcentuales de cada componente del INPC a la inflación general. Ésta se calcula utilizando los ponderadores de cada subíndice, así como los precios relativos y sus respectivas variaciones. En ciertos casos, la suma de los componentes de algún grupo de subíndices puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

Como ya se señaló, la inflación subyacente anual aumentó 0.23 puntos porcentuales entre junio y septiembre. Ello contribuyó 0.15 puntos al alza de la inflación general durante el periodo de análisis. El subíndice de las mercancías aportó 0.13 puntos a dicho resultado, al pasar su variación anual de 2.53 a 2.91 por ciento en igual periodo (debido principalmente al impacto de las alzas en los precios del azúcar y de la tortilla). Por otro lado, en el tercer trimestre la variación anual del subíndice de los servicios aumentó moderadamente, al pasar de 3.96 a 4.04 por ciento, con lo que contribuyó 0.02 puntos al incremento de la inflación general (Cuadro 1 y Gráfica 2).

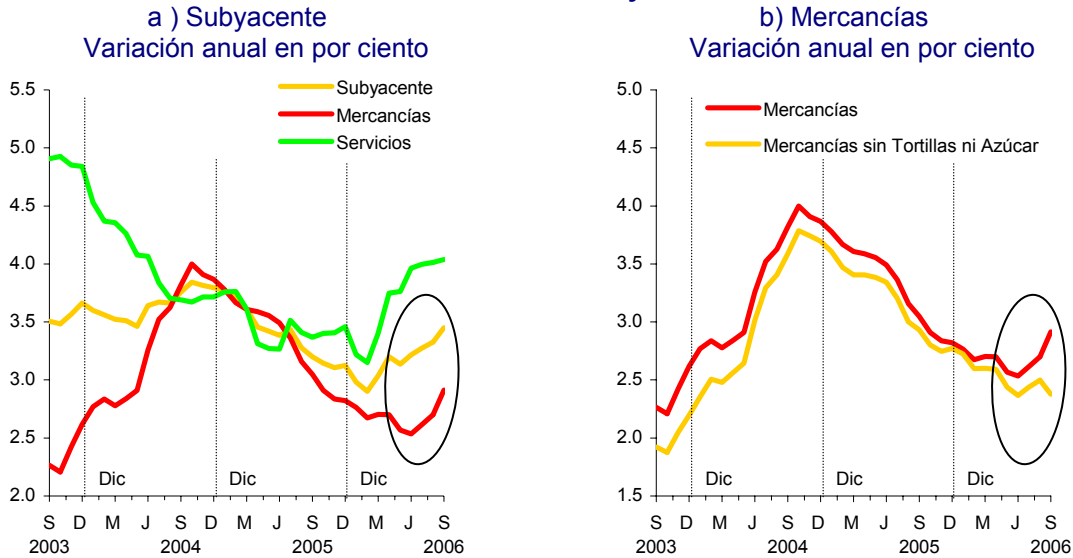
El precio del azúcar observó un incremento acumulado en su cotización de 28.7 por ciento durante el trimestre referido (Gráfica 3). El alza estuvo asociada a una fuerte reducción en el nivel de inventarios. En respuesta a esa situación, la Secretaría de Economía autorizó a partir del 30 de agosto una serie de cupos de importación del endulzante, con el fin de complementar la oferta interna.<sup>2</sup> Esta medida, aunada a un nuevo ciclo de la zafra que inicia en noviembre, sugiere que durante los próximos meses podrían revertirse las alzas observadas en su precio.

En el tercer trimestre, la cotización de la tortilla presentó un aumento acumulado de 4.73 por ciento (Gráfica 3a). Al parecer, dos elementos influyeron en dicha alza: primero, una reducción en los inventarios de maíz blanco, consecuencia de un nivel imprevistamente elevado en las exportaciones de ese

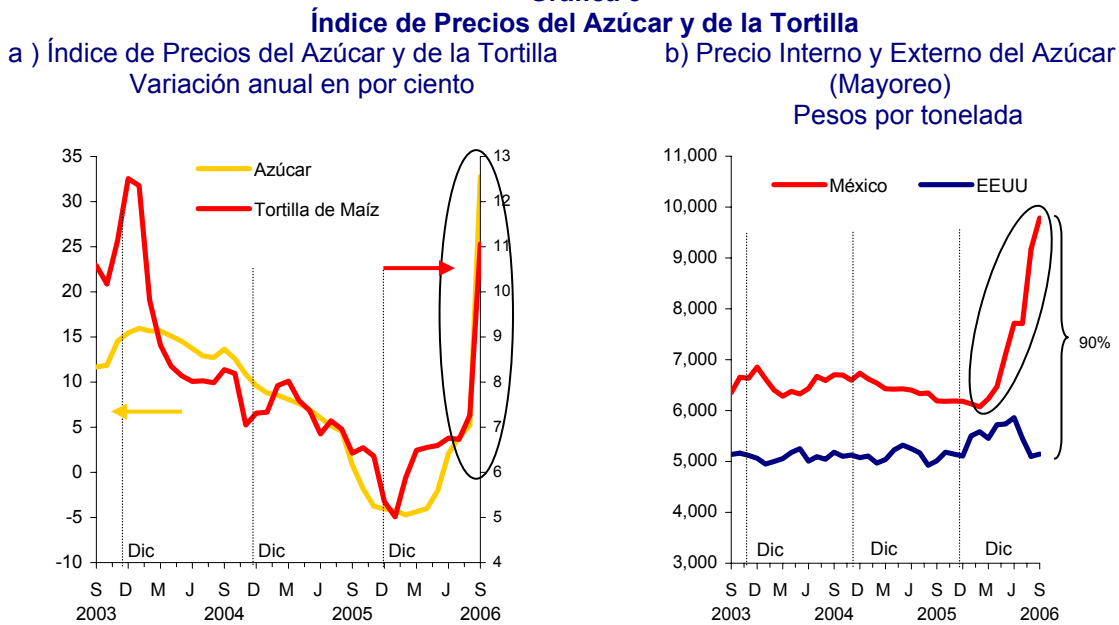
<sup>2</sup> Se autorizaron tres cupos de importación de azúcar por un monto de 267,606 toneladas provenientes de los Estados Unidos de América, Costa Rica, y Nicaragua. Adicionalmente, para los cupos referidos se eliminaron los aranceles existentes para el producto procedente de Norte y Centro América.

grano, lo que generó incertidumbre entre los productores respecto del abasto al mercado interno; y, segundo, un incremento significativo en los precios en algunos puntos de venta.

**Gráfica 2**  
**Índice de Precios Subyacente**



**Gráfica 3**

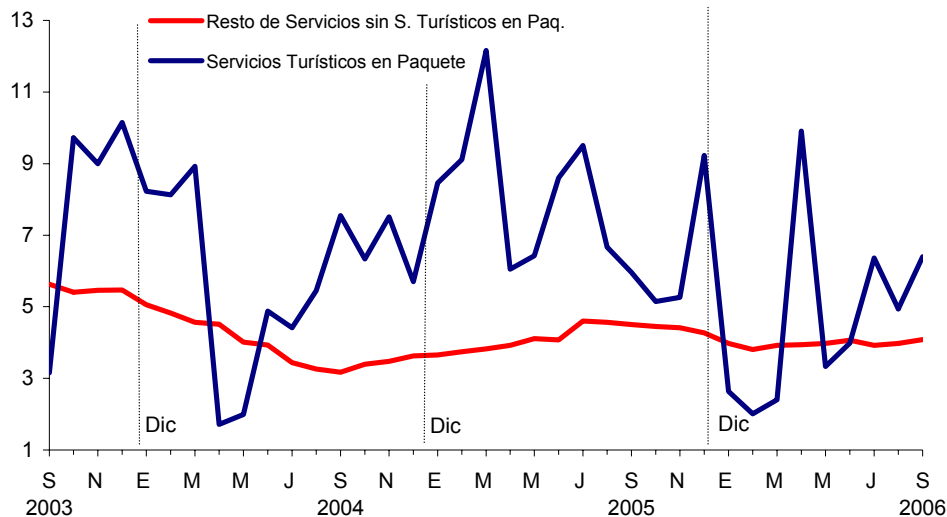


Fuente: Sistema Nacional de Información e Integración de Mercados (México). Departamento de Agricultura de Estados Unidos (EEUU).

La variación anual del subíndice subyacente de los servicios aumentó 0.08 puntos porcentuales entre junio y septiembre. Al considerar los dos grupos que la integran, vivienda y resto de servicios, la tasa de crecimiento anual del primero se mantuvo prácticamente sin cambio, al situarse en 3.89 por ciento en

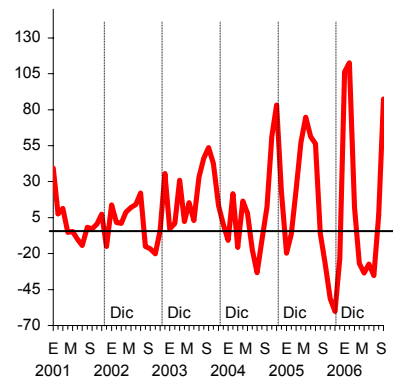
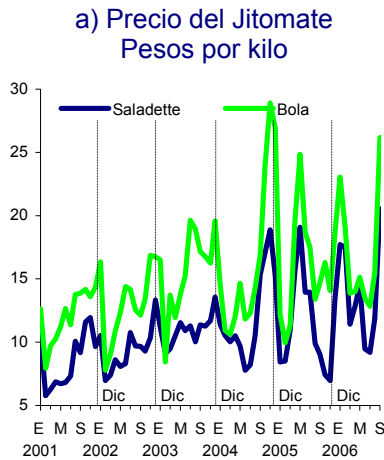
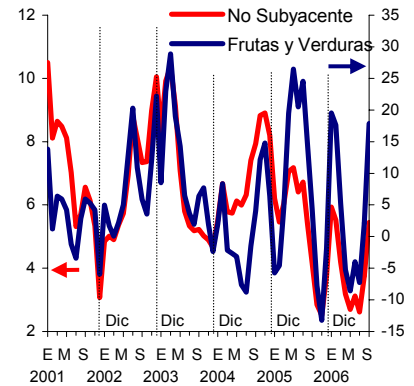
septiembre (en junio fue 3.88 por ciento). Por su parte, la que corresponde al segundo aumentó 0.15 puntos porcentuales, al alcanzar un nivel de 4.21 por ciento en septiembre (4.06 por ciento en junio). En este último caso, 0.13 puntos de dicho incremento fueron producto del genérico servicios turísticos en paquete, cuya variación anual se elevó, en gran medida, como consecuencia de los elevados costos que alcanzaron energéticos como la turbosina (Gráfica 4).

**Gráfica 4**  
**Subíndice Subyacente de los Servicios Distintos a la Vivienda**  
 Variación anual en por ciento



El resultado de la inflación no subyacente anual explicó la mayor parte del incremento que mostró la inflación general anual durante el periodo analizado. Ello se derivó, principalmente, de la evolución de los precios del grupo de las frutas y verduras. A este respecto, como se dijo anteriormente, su variación anual fue determinada por dos factores: en primer lugar, por las alzas significativas que se observaron en los precios de ciertas hortalizas, destacando el caso del jitomate por su incidencia sobre la inflación general. La cosecha de esta hortaliza fue afectada por la aparición de plagas, por el exceso de lluvia y por el huracán Lane. En segundo término, por las caídas que registraron en el mismo lapso del año anterior las cotizaciones de algunos productos, lo que se tradujo en una base reducida de comparación para el cálculo de la inflación anual.

En septiembre de 2006 la variación anual del precio del jitomate alcanzó 87.55 por ciento, mientras que en junio la cifra comparable fue de -27.23 por ciento (Gráfica 5). Cabe resaltar que la cifra de septiembre es la tasa de crecimiento anual de los precios del jitomate más elevada para ese mes de los últimos 10 años. Por sí sólo, este hecho tuvo un impacto de 0.56 puntos porcentuales del incremento de 0.91 puntos que registró la inflación general anual en el trimestre. Adicionalmente, las cosechas de la cebolla, aguacate y tomate verde también fueron afectadas, lo que produjo alzas en sus precios que contribuyeron con 0.17 puntos a la elevación de la inflación general previamente referida (Cuadro 1).

**Gráfica 5**
**Índice de Precios del Jitomate**  
 b) Índice de Precios del Jitomate  
 Variaciones anuales en por ciento

 c) Índice No Subyacente  
 Variaciones anuales en por ciento


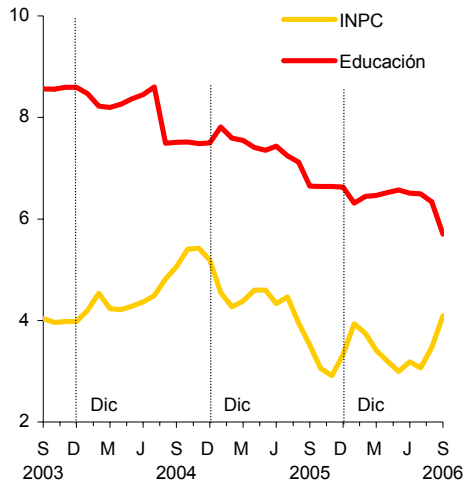
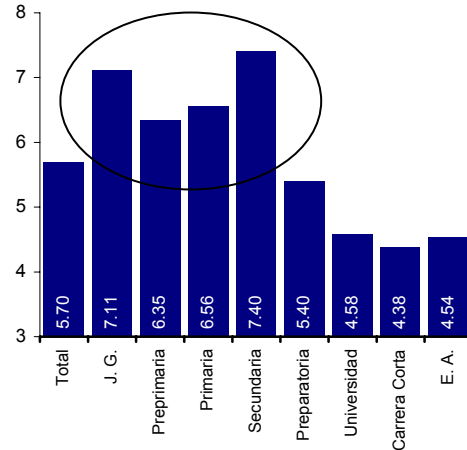
Un factor que también incidió sobre el componente no subyacente del INPC fue el subíndice de los productos pecuarios. La tasa de variación anual de éste se elevó de -0.83 a 0.89 por ciento entre junio y septiembre. El resultado fue influido por aumentos en los precios del huevo, pollo y carne de res, lo que contribuyó al alza que registró la inflación general anual durante el tercer trimestre con 0.09 puntos porcentuales (Cuadro 1).

En contraste, la variación anual del subíndice de precios de los bienes y servicios administrados y concertados se redujo de 4.54 a 4.35 por ciento entre junio y septiembre. Cabe aclarar que la trayectoria de las tasas de crecimiento de los precios concertados fue en sentido contrario a la de los administrados. La primera de éstas fue al alza debido a incrementos en las tarifas del transporte público, mientras que la segunda fue a la baja principalmente por reducciones en los precios del gas natural y de las gasolinas en algunas ciudades fronterizas (en la Sección 3.3.2 se detalla la evolución de este subíndice).

Asimismo, el subíndice de la educación privada registró una variación anual de 5.70 por ciento en septiembre, lo que significó una reducción de 0.81 puntos porcentuales con respecto al nivel que arrojó en junio (Gráfica 6a). Este indicador se ha caracterizado por presentar una convergencia lenta hacia la inflación general, fenómeno que ha sido más evidente en el caso de los niveles básicos de educación (Gráfica 6b). Lo anterior ha obedecido en gran medida a la demanda creciente que se observa desde hace varios años por servicios de educación privada.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> La Encuesta Ingreso Gasto de los Hogares indica que en 2004 el 42 por ciento de las familias reportó haber realizado algún pago de colegiatura, mientras que en 1998 lo hizo sólo el 34 por ciento.

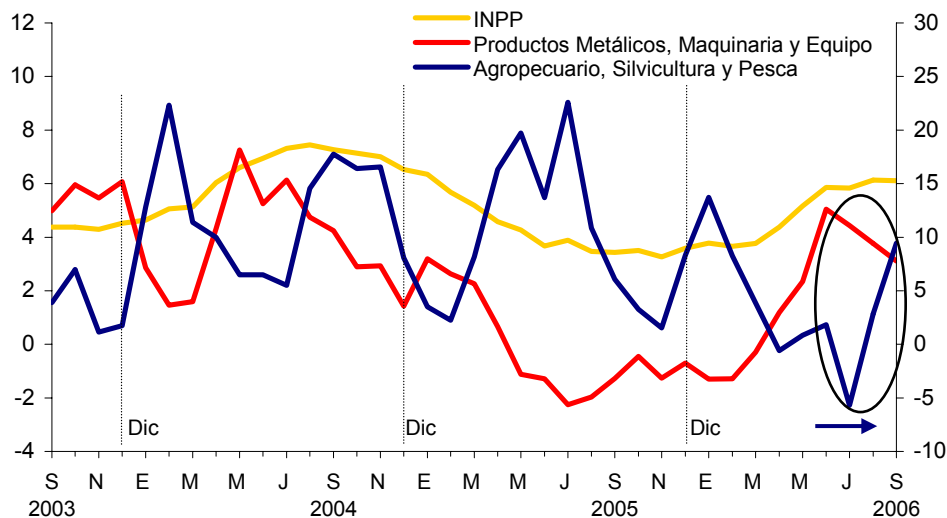
**Gráfica 6**
**Subíndice de Precios de la Educación Privada**

 a) INPC y Educación Privada  
 Variación anual en por ciento

 b) Educación por Nivel, Septiembre 2006<sup>1/</sup>  
 Variación anual en por ciento


1/ J.G. Jardín de niños y guardería, E.A. enseñanza adicional.

**2.2. Índice Nacional de Precios Productor**

El Índice Nacional de Precios Productor (INPP), excluyendo petróleo, alcanzó en septiembre de 2006 una variación anual de 6.11 por ciento, lo que implicó un incremento de 0.25 puntos porcentuales con relación a la cifra registrada al cierre del trimestre previo (Gráfica 7). Este resultado fue influido principalmente por las alzas significativas que registraron algunos productos agropecuarios, destacando el aumento en las cotizaciones del jitomate. Por otra parte, las alzas mencionadas fueron atenuadas por el descenso que mostraron los precios del acero y del cobre, lo cual se reflejó en una reducción de la tasa de crecimiento anual del rubro de los productos metálicos, maquinaria y equipo.

**Gráfica 7**  
**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 economía mundial parece haber mantenido un ritmo de crecimiento sólido durante el tercer trimestre del año. Los indicadores oportunos sugieren que, a la par de la desaceleración de la actividad económica en los Estados Unidos, continuó la recuperación económica tanto en Europa como en Japón, mientras que las economías emergentes tuvieron una evolución favorable, particularmente las asiáticas. Por otra parte, la moderación en el ritmo de expansión en los Estados Unidos ha contribuido a atenuar los riesgos alcistas sobre la inflación. Lo anterior se ha visto influido también por el retroceso en los precios del petróleo respecto de los niveles alcanzados en julio y agosto. En este contexto, luego del episodio de volatilidad observado en el segundo trimestre, durante el periodo julio-septiembre se registró un descenso de las tasas de interés de largo plazo en los mercados internacionales, un repunte generalizado de los mercados accionarios y una disminución de los márgenes sobre la deuda soberana de las economías emergentes.

#### 3.1.1. Actividad Económica Global

En Estados Unidos, la actividad económica continuó desacelerándose en el tercer trimestre. El PIB mostró un crecimiento de 2.9 por ciento a tasa anual (1.6 por ciento a tasa trimestral anualizada). Tal evolución fue acompañada de una fortaleza dispar de los diversos componentes del gasto agregado. Por una parte, el crecimiento del empleo y la corrección de los precios de los energéticos estimularon el consumo. Asimismo, la inversión no residencial repuntó, apoyada por la sólida posición financiera de las empresas. En contraste, se observó un debilitamiento adicional de la inversión residencial, que cayó -7.7 por ciento a tasa anual (-17.4 por ciento a tasa trimestral anualizada). Además, los precios de las casas continuaron mostrando variaciones anuales negativas en septiembre. Después de haber apoyado el crecimiento del PIB en el segundo trimestre, la contribución de las exportaciones netas se tornó negativa en el periodo julio-septiembre. Por otra parte, aunque se espera que la producción industrial continúe mostrando tasas de crecimiento superiores a las del PIB en los próximos trimestres, los indicadores disponibles y las expectativas de los analistas sugieren que su ritmo de expansión se desacelerará en lo que resta del año y en 2007.

En la zona del euro, la expansión continúa consolidándose. Después del repunte de la actividad en el segundo trimestre, cuando el PIB registró un crecimiento anual de 2.7 por ciento (3.6 por ciento a tasa trimestral anualizada), la Comisión Europea espera que en la segunda mitad del año el crecimiento se mantenga robusto, pero registrando cifras más moderadas.<sup>4</sup> Durante el tercer trimestre, el crecimiento de la economía japonesa siguió sustentado en la expansión del gasto privado, al fortalecerse el mercado laboral y, por ende, el gasto de los hogares, al tiempo que las empresas siguieron incrementando el

<sup>4</sup> Los pronósticos de la Comisión estiman un crecimiento de entre 0.4 y 0.8 por ciento a tasa trimestral en el tercer trimestre y de entre 0.2 y 0.7 por ciento en el cuarto.

gasto de capital. Así, se mantiene una perspectiva favorable, no obstante el debilitamiento observado en el segundo trimestre.

Las economías emergentes mostraron una fuerte expansión en el primer semestre de 2006 y se anticipa que su dinamismo continúe en el resto del año. El crecimiento económico en China disminuyó entre el segundo y tercer trimestres (de 11.3 a 10.4 por ciento a tasa anual). Aunque se han adoptado medidas orientadas a frenar la rápida expansión de la inversión, en general se considera que el crecimiento de la demanda interna se mantendrá muy robusto. El crecimiento continuó fuerte en las economías emergentes de Asia y Europa y en América Latina, si bien la expansión en esta última región sigue ubicada por debajo del de otras áreas emergentes.

### 3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación

Las presiones inflacionarias a nivel global continúan siendo motivo de preocupación. No obstante, se espera que la moderación en el ritmo de expansión en algunas de las economías más avanzadas y el retroceso en los precios internacionales del petróleo contribuyan a contener la inflación.

Los precios de los productos primarios no petroleros se han mantenido relativamente estables después de presentar importantes incrementos en el segundo trimestre del año. Al mes de septiembre, los índices de precios calculados por el Fondo Monetario Internacional para los metales básicos, los alimentos y las materias primas agrícolas se ubicaban por debajo de los máximos alcanzados en el segundo trimestre (para las bebidas el máximo reciente se alcanzó en el primer trimestre del año). Por otra parte, el alza en los precios del petróleo se interrumpió durante el tercer trimestre (Gráfica 8). Después de que la cotización del WTI alcanzó cerca de 77 dólares por barril a principios de agosto, los precios disminuyeron a alrededor de 60 dólares por barril a finales de septiembre, al reducirse la incertidumbre sobre las condiciones de abasto de petróleo crudo y gasolina.

En Estados Unidos, la inflación subyacente repuntó durante el tercer trimestre. En particular, el índice subyacente de precios al consumidor alcanzó 2.9 por ciento en septiembre, es decir, 0.3 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en junio (Gráfica 9a). Si bien los modestos incrementos observados en los precios de los bienes han contribuido marginalmente al repunte de la inflación, el factor determinante ha sido el rubro de servicios. En particular, la inflación subyacente se ha visto impulsada por los aumentos en los precios de los servicios de la vivienda, mismos que representan un 58 por ciento del índice subyacente de servicios.<sup>5</sup>

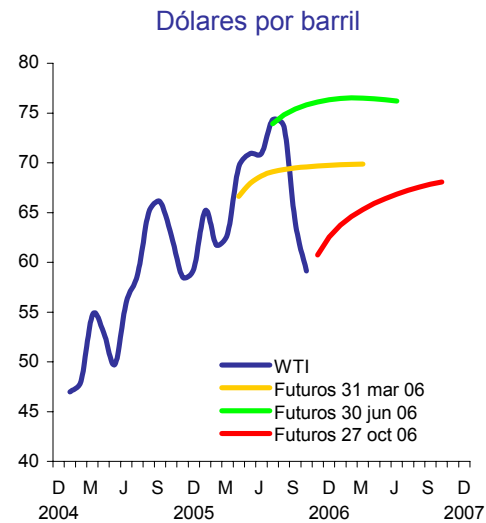
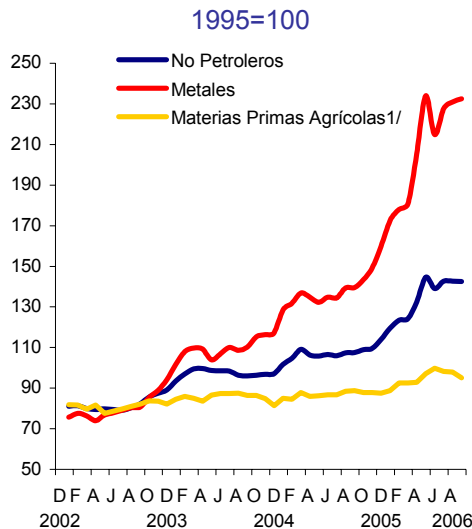
---

<sup>5</sup> Los conceptos más importantes relativos al costo de la vivienda en el índice de precios al consumidor son el índice de rentas pagadas y el índice de alquiler imputado para los ocupantes de vivienda propia. Ambos índices se calculan a partir de la información recabada sobre los precios del alquiler de casas. Los pasados aumentos en los precios de las casas podrían estar reflejando en mayores precios de alquiler, después de un período 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 las mayores tasas de interés han aumentado el atractivo del alquiler de vivienda para los hogares y, por ende, incrementado su costo.

**Gráfica 8**  
**Precios de Productos Primarios**

a) Índices de Precios de Productos Primarios

b) Precio del Petróleo: Spot y Futuros



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

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

1/ Incluye algodón, lana, caucho, madera y cuero.

Fuente: Bloomberg.

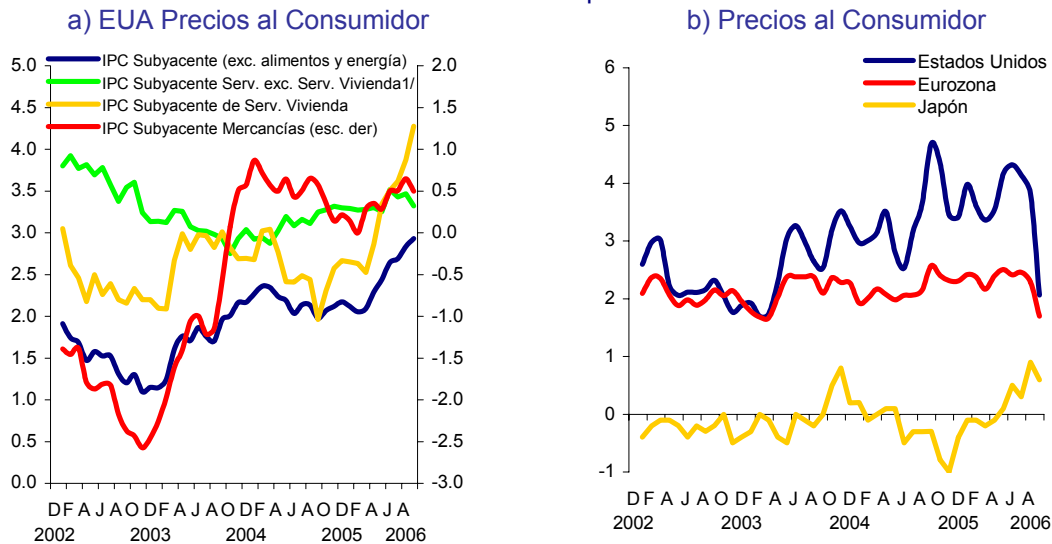
Por otro lado, en Estados Unidos persiste cierta incertidumbre sobre las presiones inflacionarias derivadas de la reciente evolución de los salarios. Durante el segundo trimestre, el índice de costos laborales unitarios registró su variación más alta en los últimos seis años (5.0 por ciento a tasa anual). Sin embargo, la medición de los costos laborales unitarios está sujeta a diversas distorsiones, y medidas alternativas de la evolución salarial no muestran resultados similares. Destaca el hecho de que el ritmo de aumento para el índice de costo del empleo se ha mantenido relativamente estable.<sup>6</sup> Si bien el grado de presión salarial existente es incierto, el nivel relativamente bajo de la tasa de desempleo plantea cierto riesgo para la inflación subyacente.

La inflación en la zona del euro disminuyó en septiembre a 1.7 por ciento a tasa anual, como resultado de la caída de los precios del petróleo. Aunque esta cifra se ubica cerca pero por debajo de 2 por ciento (meta establecida por el Banco Central Europeo), los pronósticos más recientes del propio Banco anticipan una inflación promedio de entre 2.3 y 2.5 por ciento para 2006.<sup>7</sup> En Japón, se mantiene la perspectiva de un aumento gradual en los precios, a pesar de que los indicadores revisados para la inflación subyacente muestran que la deflación llegó a su fin en junio de este año y no en noviembre del año pasado, como se había estimado anteriormente.

<sup>6</sup> La medida de remuneración por hora trabajada que se utiliza para el cálculo de los costos laborales unitarios incluye pagos asociados al ejercicio de opciones por parte de ejecutivos de las empresas. Ello pudiera estar distorsionando la medición de los costos salariales. En contraste, el índice del costo del empleo mide directamente la tasa salarial pagada.

<sup>7</sup> El descenso de la inflación en la zona del euro en septiembre es resultado del efecto combinado de una base de comparación favorable y la caída reciente de los precios del petróleo. La expectativa de un nuevo repunte se fundamenta en las cotizaciones del petróleo en los mercados a futuro y el aumento esperado en el IVA en Alemania, entre otros factores.

**Gráfica 9**  
**Índices de Precios**  
Variación anual en por ciento



<sup>1/</sup> Cálculos propios en base a información de BLS  
Fuente: Bureau of Labor Statistics.

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

En los países emergentes, la inflación ha permanecido en general en niveles reducidos. En China continúan registrándose bajas tasas de inflación (1.5 por ciento en septiembre), no obstante el acelerado ritmo de expansión. En diversos países, las acciones para restringir la política monetaria han contribuido a mantener baja la inflación. No obstante, algunos países emergentes enfrentan presiones inflacionarias, luego de periodos sostenidos de rápido crecimiento (Argentina, India, Rusia y Venezuela) o sustanciales depreciaciones de sus tipos de cambio (Turquía).

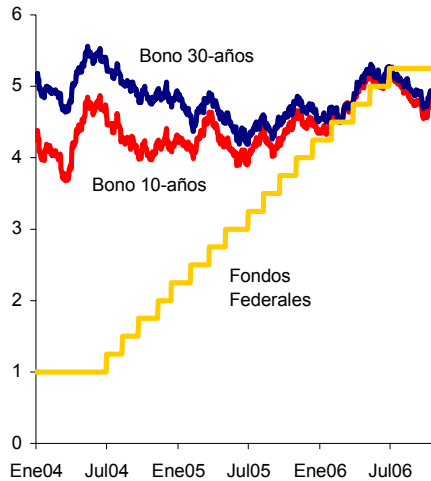
### 3.1.3. Mercados Financieros

En los mercados financieros internacionales se observaron condiciones de mayor holgura durante el tercer trimestre, al disiparse los efectos del episodio de turbulencia registrado durante los meses de mayo y junio. Las valuaciones de activos de mercados emergentes tendieron a recuperarse durante el tercer trimestre, al tiempo que las tasas de largo plazo registraron una considerable disminución en las economías avanzadas. La tasa correspondiente al bono a 10 años del Tesoro de los Estados Unidos se redujo en 0.62 puntos porcentuales respecto del pico de  $5 \frac{1}{4}$  por ciento registrado a finales de junio (Gráfica 10).<sup>8</sup> Dicho ajuste ocurrió en el contexto de una modificación en la percepción del balance de riesgos para el crecimiento y la inflación, con los consecuentes cambios en las expectativas respecto del curso futuro de la política monetaria.

<sup>8</sup> Al 27 de octubre, la tasa del bono a 10 años se ubicaba en 4.68 por ciento.

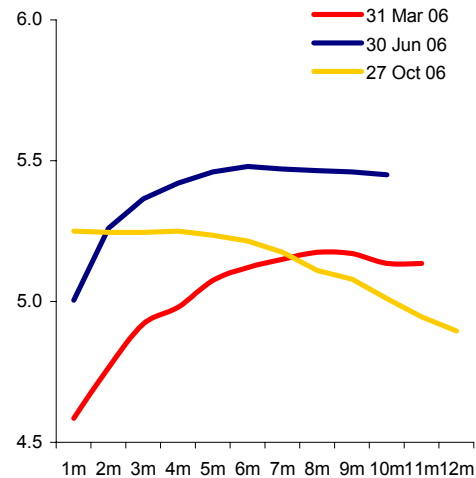
**Gráfica 10**  
**EUA: Tasas de Interés**  
 Por ciento anual

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



Fuente: Reserva Federal.

b) Futuros de Fondos Federales



Fuente: Bloomberg.

En su reunión de agosto, el Banco de la Reserva Federal decidió hacer una pausa en el proceso de alzas en las tasas de interés de política monetaria, por lo que el objetivo para la tasa de fondos federales permaneció en 5 ¼ por ciento. Dicha pausa se prolongó en las reuniones de septiembre y octubre, manteniéndose además la advertencia por parte del FOMC (siglas en inglés del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal) de que futuras decisiones respecto del nivel de las tasas de referencia dependerán de la información con que se vaya contando sobre las perspectivas para la inflación y el crecimiento económico. En ese contexto, la curva de futuros para la tasa de fondos federales se ha desplazado hacia abajo y la mayoría de los participantes en el mercado anticipan que la tasa de referencia se mantendrá estable durante el resto del año.

En la zona del euro, continuó la eliminación gradual del estímulo monetario. El BCE incrementó sus tasas de referencia en 25 puntos base en agosto y en octubre en el contexto de un sólido ritmo de expansión, tasas esperadas de inflación promedio para 2006 y 2007 por arriba del valor de referencia del BCE y riesgos al alza para la inflación en el mediano plazo. Por su parte, el Banco de Japón puso fin a un prolongado periodo de tasas de interés cero al instrumentar un aumento de ¼ de punto en su tasa de referencia durante el mes de julio. Ante la revisión de información que sugiere que el repunte de los precios ha sido más lento a lo antes estimado, el banco central mantuvo sin cambio su tasa de referencia en las reuniones de agosto, septiembre y octubre.

Los mercados accionarios mostraron una recuperación generalizada en el periodo de referencia, luego del episodio de turbulencia de mayo y junio. En los Estados Unidos, la evolución favorable de los mercados accionarios contrasta con la revisión a la baja en las expectativas de crecimiento. Los analistas consideran que la evidencia de una expansión robusta de las utilidades de las empresas en dicho país, junto con la reducción en las tasas de interés de largo

plazo, han contribuido a dar sustento a las valuaciones de las empresas cotizadas en la bolsa.

Después de la volatilidad financiera observada en mayo y junio, se registró un fortalecimiento generalizado, tanto en los mercados accionarios como cambiarios de las economías emergentes. Asimismo, se revirtieron los aumentos en los márgenes sobre sus instrumentos de deuda soberana observados durante ese periodo de turbulencia. Los márgenes soberanos EMBI Global aumentaron 58 puntos base de su mínimo a principios de mayo a su máximo a fines de junio, alcanzando 232 puntos base. Al finalizar el tercer trimestre, el diferencial había disminuido a 208 puntos base.

#### 3.1.4. Perspectivas

En general, se espera que la economía mundial continúe mostrando un panorama favorable durante el resto de este año y el siguiente, si bien se anticipa que su expansión sea inferior a la observada en la primera mitad de 2006. Los pronósticos sobre el crecimiento económico en los Estados Unidos para el último trimestre de 2006 y para 2007 se ubican ligeramente por debajo de las estimaciones de la tasa potencial. Por otra parte, se espera que las economías de la zona del euro y Japón continúen expandiéndose y que el PIB de China siga mostrando un crecimiento vigoroso. Los analistas consideran que la moderación en los precios de la energía y la desaceleración de la actividad económica reducirán las presiones sobre la inflación.

A pesar de este escenario favorable, algunos analistas han expresado preocupación por la posibilidad de una desaceleración más pronunciada de la economía estadounidense, en virtud del rápido debilitamiento del mercado inmobiliario. Cabe señalar que es posible que este factor se vea atenuado por el efecto en el consumo privado de la reducción en el precio de la gasolina y la expansión del empleo, y por la sólida situación financiera de las empresas. Si bien una desaceleración mayor a la anticipada de la economía estadounidense podría tener un impacto significativo sobre otras economías, como la china, altamente dependientes de las exportaciones a Estados Unidos, también es importante tomar en cuenta el efecto compensatorio de la mayor solidez de las economías de Japón y Europa, y del hecho de que sus procesos de expansión son menos dependientes de la demanda externa. Por otra parte, aunque las presiones por el lado de la inflación parecen haber disminuido, la posibilidad de un repunte adicional no puede descartarse, en virtud de la volatilidad de los precios de los productos primarios y de los elevados niveles de utilización de recursos en algunas economías. Otro riesgo se deriva del hecho de que los desequilibrios globales en cuenta corriente aún se mantienen en niveles que no son sostenibles en el mediano plazo.

### 3.2. Demanda y Oferta Agregadas en México

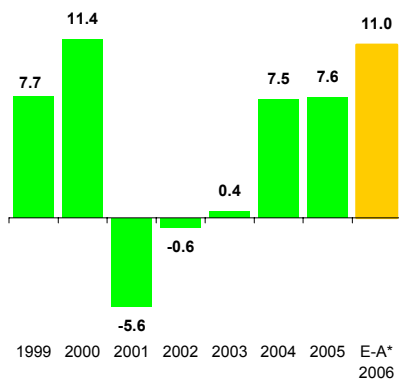
#### 3.2.1. Indicadores de Demanda y Oferta Agregadas

Diversos indicadores sugieren que durante el tercer trimestre de 2006 la actividad económica en México mantuvo un ritmo de crecimiento anual significativo, si bien ligeramente menor que el registrado en la primera mitad del año. En general, en la evolución de la demanda agregada en el tercer trimestre

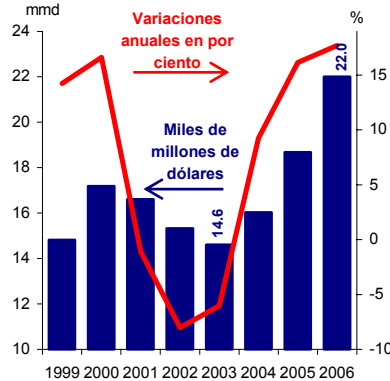
destacaron los siguientes aspectos: i) los dos componentes de la demanda agregada –la demanda interna y la externa– presentaron crecimientos importantes a tasa anual; ii) en la demanda interna sobresalió la expansión del gasto de consumo. No obstante, el dinamismo de este rubro de gasto fue un poco menor que el observado en el primer semestre,<sup>9</sup> iii) el incremento de la inversión fue elevado (Gráfica 11a y 11b), pero también su crecimiento anual se atenuó ligeramente; cabe señalar que el componente de la inversión con mayor dinamismo continuó siendo el de bienes importados;<sup>10</sup> y, iv) la expansión de las exportaciones de bienes y servicios se mantuvo en un ritmo cercano al alcanzado durante la primera mitad del año. Ello, a pesar de que se desaceleraron las importaciones efectuadas por Estados Unidos, nuestro principal mercado de exportación.

**Gráfica 11**  
**Indicadores de Demanda Interna**  
b) Importaciones de Bienes de Capital

a) Formación Bruta de Capital Fijo  
Variaciones anuales en por ciento

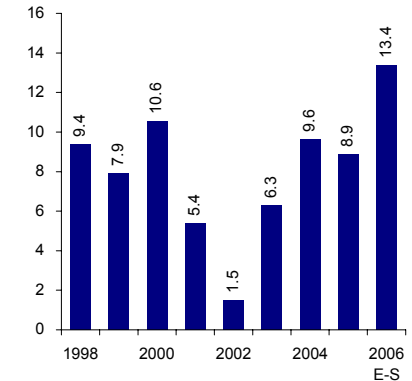


\* Estimado.  
Fuente: INEGI.



Fuente: Banco de México y se refieren al periodo enero-septiembre de cada año.

c) Ventas de la ANTAD  
Variaciones anuales en por ciento



Fuente: ANTAD.

La evolución que mostró la demanda agregada y, en general, la actividad económica en el tercer trimestre resultó favorecida por algunos aspectos que caracterizaron en ese periodo al entorno externo. En particular, la demanda externa de productos mexicanos tuvo una evolución positiva. Adicionalmente, en el caso de la industria automotriz, las importantes inversiones efectuadas previamente permitieron que las exportaciones de vehículos sostuvieran un aumento anual importante. No obstante, la tasa anual correspondiente fue decreciente, dado que los incrementos más significativos en el número de vehículos exportados se materializaron a finales del año pasado. Por otra parte, el gasto interno en el país también fue favorecido por un elevado superávit comercial de la balanza petrolera y por nuevos aumentos de los

<sup>9</sup> En los indicadores de consumo privado destaca el crecimiento anual de las ventas de la ANTAD en el tercer trimestre de 13.2 por ciento en términos reales, con lo que en los primeros nueve meses de 2006 tales ventas aumentaron 13.4 por ciento (Gráfica 11c). Esta tasa supera a las registradas desde 1997, año en que se inició la medición de este indicador. Hay que señalar también que las ventas de la ANTAD conjuntamente con las de Wal-Mart ya representan más de una tercera parte de las ventas al menudeo en el país, si se excluye de estas últimas a las de vehículos, refacciones y combustibles.

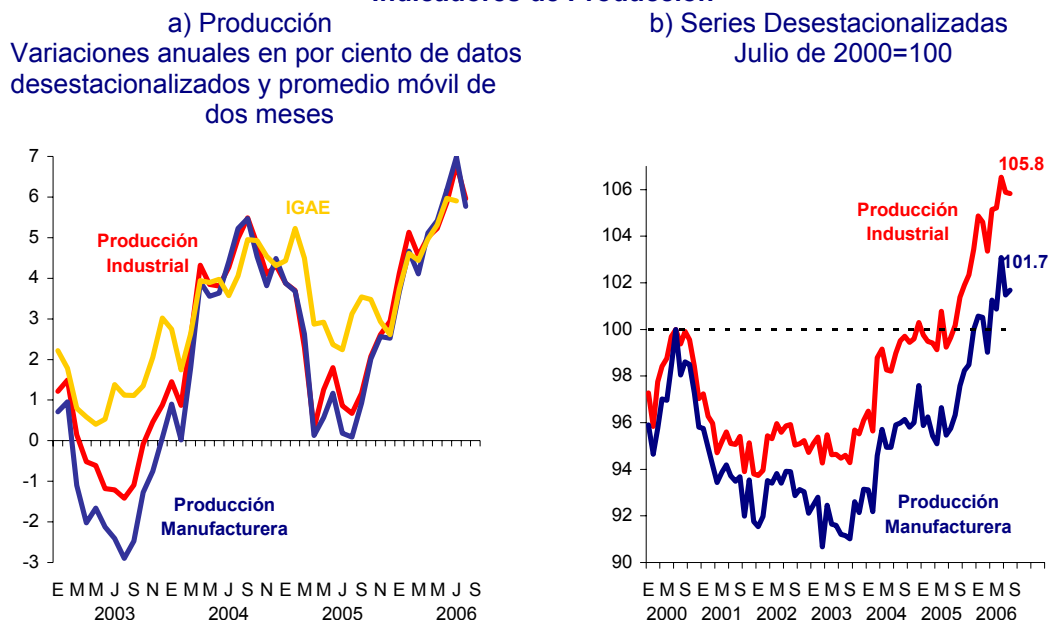
<sup>10</sup> En los indicadores de inversión sobresale que en el bimestre julio-agosto dicho gasto mostró un incremento anual que se estima en 10.4 por ciento. Asimismo, en el tercer trimestre el crecimiento anual de las importaciones de bienes de capital, medidas en dólares corrientes, se ubicó en 15.9 por ciento. Destaca que el crecimiento del gasto de inversión en los primeros ocho meses de 2006 de 11 por ciento, superó a los observados en los cinco años precedentes y resultó muy cercano al registrado en 2000.



ingresos por concepto de remesas familiares. Así, el gasto en consumo privado continuó siendo impulsado por esos recursos. En este contexto, cabe destacar que la expansión del gasto de consumo privado durante el proceso cíclico por el que atraviesa actualmente la economía mexicana ha sido la más vigorosa registrada en las últimas dos décadas y media. A lo anterior ha contribuido el importante incremento que ha registrado la disponibilidad de financiamiento a ese renglón de gasto.

En la evolución que mostró la oferta agregada en el tercer trimestre de 2006 destaca, por un lado, un crecimiento significativo del PIB, si bien ligeramente menor que el observado en la primera mitad del año,<sup>11</sup> y, por otro, el dinamismo de las importaciones de bienes y servicios.

**Gráfica 12**  
**Indicadores de Producción**



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

Durante el tercer trimestre de 2006 se mantuvo la importante mejoría que había mostrado la producción del sector industrial en la primera mitad del año. Este resultado se derivó de crecimientos anuales significativos en los cuatro sectores que integran dicha actividad, sobresaliendo los registrados por la industria de la construcción y por la manufacturera (Gráfica 12).<sup>12</sup> En el caso de

<sup>11</sup> En los indicadores del producto destaca que el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) registró en el bimestre julio-agosto un incremento anual de 4.74 por ciento. Por otra parte, en el tercer trimestre de 2006 el sector agropecuario mostró un modesto desempeño a tasa anual, que reflejó en buena medida que en igual trimestre de 2005 la superficie sembrada registró un elevado aumento, luego de que en el segundo trimestre de ese año se había presentado un retraso de lluvias e incluso sequía en algunas regiones del país.

<sup>12</sup> En el bimestre julio-agosto de 2006 la producción industrial y la manufacturera presentaron respectivos crecimientos anuales de 5.9 y 5.7 por ciento, con lo que en los primeros ocho meses del año las tasas resultaron de 5.5 por ciento en ambos casos. En la industria manufacturera su expansión en el periodo enero-agosto se originó por incrementos anuales de 21.7 y 2.8 por ciento de la producción de la industria automotriz y de la manufacturera no automotriz, respectivamente. Cabe señalar que los crecimientos anuales de la producción industrial y la manufacturera alcanzados en 2006 superaron a los registrados en los cinco años precedentes.



esta última, el repunte que ha experimentado en este año fue impulsado por una fuerte recuperación anual de la producción en la industria automotriz, en especial de la destinada al mercado de exportación. También hay que señalar que la producción manufacturera, sin incluir a la automotriz, presentó un crecimiento anual modesto, pero superior al observado en 2005.

La evolución descrita, así como una amplia gama de indicadores de la actividad económica, permiten estimar que el crecimiento anual del PIB en el tercer trimestre de 2006 haya resultado cercano a 4.5 por ciento, luego de que en la primera mitad del año su expansión había sido de 5.1 por ciento.

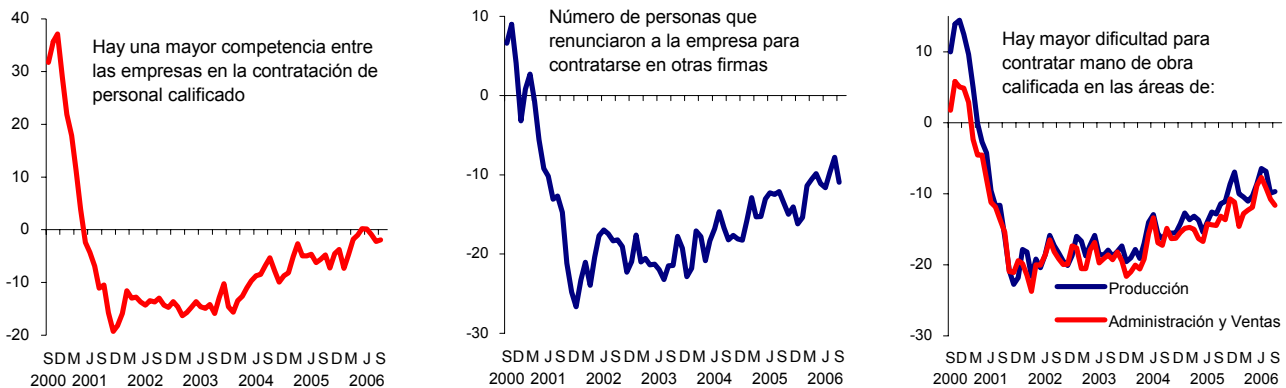
Los crecimientos que han registrado a lo largo de 2006, tanto el PIB como la demanda interna, no han implicado presiones de consideración sobre la capacidad de producción de la economía. En este contexto, resaltan los siguientes aspectos:

- i) la mejoría del ritmo de producción del sector industrial ha reflejado, en el margen, una mayor producción manufacturera, luego de resultados modestos durante los años previos. Tal avance es atribuible en gran medida a un comportamiento favorable 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 reciente logrado por la producción del sector manufacturero, su nivel en el tercer trimestre de 2006 apenas superó a sus máximos previos alcanzados a mediados del 2000;
- iii) la rama manufacturera que en 2006 ha mostrado un mayor dinamismo a tasa anual ha sido la de la industria automotriz terminal. No obstante, con datos desestacionalizados el número de vehículos producidos en el país no ha presentado cambio significativo desde principios de este año, lo que ha implicado tasas anuales decrecientes desde el segundo trimestre, tendencia que se mantendrá en el cuarto trimestre del año; y,
- iv) la capacidad de producción de la economía se ha ido fortaleciendo gradualmente a partir de 2004, considerando que la inversión ha registrado una recuperación significativa, luego de tres años consecutivos en que había presentado debilidad. Un indicador de la intensidad de este proceso de inversión, así como del esfuerzo de modernización del acervo de capital y de su impacto potencial sobre la capacidad de producción del país, es el elevado incremento que ha alcanzado el valor de las importaciones de bienes del capital. Así, del periodo enero-septiembre de 2003 a igual lapso de 2006, dichas adquisiciones medidas en dólares corrientes aumentaron 51 por ciento.

Por otra parte, a pesar de que desde el cuarto trimestre de 2004 el crecimiento del gasto interno ha superado al del PIB, en los dos años previos había ocurrido lo contrario, lo que hacía previsible que posteriormente se presentara un periodo de mayor dinamismo del gasto interno con relación al del producto. Asimismo, cabe señalar que la brecha entre el ritmo de expansión anual de esos dos renglones no se ha ampliado en 2006 y se anticipa que la gradual moderación del crecimiento económico en el cuarto trimestre vaya acompañada de un comportamiento semejante del gasto interno.

El mayor crecimiento económico en el presente año con relación al registrado en 2005 no ha dado lugar a una mayor escasez de mano de obra calificada. Ello, considerando la evolución que han tenido los indicadores que elabora el Banco de México para el mercado laboral en el sector manufacturero (Gráfica 13).<sup>13</sup> Asimismo, en los resultados de la encuesta mensual que recaba el Banco de México entre los grupos de analistas económicos del sector privado, la escasez de mano de obra calificada y los costos laborales no fueron identificados como factores que pudieran limitar el ritmo de la actividad económica en el país en los próximos meses.<sup>14</sup>

**Gráfica 13**  
Indicadores de Escasez de Mano de Obra en el Sector Manufacturero:  
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.

### 3.2.2. Empleo

El crecimiento anual que ha venido registrando la actividad económica ha dado lugar a un desempeño positivo de diversos indicadores de empleo. Sin embargo, también hubo indicadores del mercado laboral que no presentaron avance en el trimestre. Tal fue el caso de la tasa de desocupación nacional, que mostró un ligero incremento en el periodo. Cabe señalar que recientemente dicho indicador ha sido influido al alza por un aumento de la "tasa de participación", es decir, del porcentaje que representa a la población económicamente activa en la población de 14 y más años.

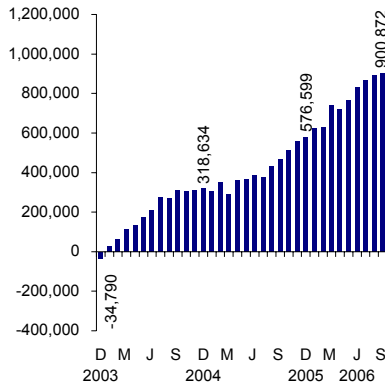
<sup>13</sup> Tales indicadores mensuales muestran que durante el tercer trimestre del año las empresas de ese sector no enfrentaron dificultades significativas para reclutar y contratar mano de obra calificada en las áreas de producción, ventas y administración. Tampoco se observó que en el periodo tuviera lugar una competencia creciente entre tales firmas para conseguir recursos humanos.

<sup>14</sup> En su conjunto el "aumento en los costos salariales" y "la escasez de mano de obra calificada" absorbieron durante el tercer trimestre de 2006 sólo el 1.45 por ciento de las respuestas sobre los factores que podrían limitar a la actividad económica en los próximos seis meses. Véanse los resultados de septiembre de 2006 de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

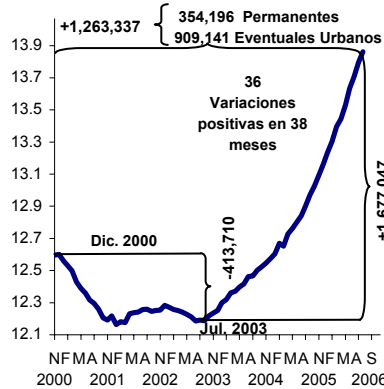
**Gráfica 14**  
**Indicadores del Mercado Laboral**

Número de Trabajadores Afiliados al IMSS:  
Permanentes y Eventuales Urbanos

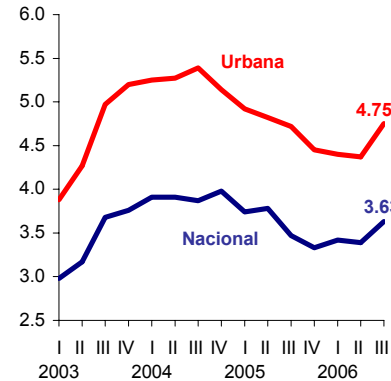
a) Variación anual de datos originales



b) Millones de Trabajadores  
Datos desestacionalizados



c) Tasa de Desocupación Nacional  
y en Áreas Urbanas  
Porcentaje con respecto a la  
población económicamente activa y  
datos desestacionalizados



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

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

Al cierre de septiembre de 2006, el número de trabajadores afiliados al IMSS se ubicó en 13,921,617 personas, lo que implicó un incremento anual de 900,872 trabajadores y de 6.9 por ciento (Gráfica 14a). Dicha variación absoluta es la más alta observada desde octubre de 1998 y se integró de 403,119 trabajadores permanentes (crecimiento anual de 3.7 por ciento) y de 497,753 eventuales urbanos (alza de 24.9 por ciento).<sup>15</sup> La evolución del empleo formal, con datos ajustados por efectos estacionales, revela que al cierre de septiembre del presente año este indicador había superado en 1,263,337 empleos a su nivel máximo alcanzado a finales de 2000 (Gráfica 14b). En ese mismo periodo, la población económicamente activa en el país se incrementó en cerca de 4 millones de personas.

La mejoría que presentó el empleo formal durante el tercer trimestre comprendió a los distintos sectores económicos, resultando su avance anual más significativo en la industria de la construcción (de 174,874 trabajadores y 16.9 por ciento), en las actividades de comercio (142,992 trabajadores y 5.6 por ciento), en otros servicios (340,840 personas y 7.9 por ciento)<sup>16</sup> y en la industria manufacturera (194,922 trabajadores y 5.1 por ciento). De esa manera, en el presente año ha continuado la recuperación del empleo manufacturero iniciada en 2004. No obstante, con datos desestacionalizados, el número total de trabajadores en dicho sector afiliados al IMSS todavía registró al cierre de septiembre una contracción de 472 mil personas (10.5 por ciento) con relación a su nivel en octubre de 2000.

<sup>15</sup> 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.

<sup>16</sup> El sector de Otros Servicios incluye a los servicios para empresas y personas, así como a los servicios sociales y comunales.

Los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) que recaba el INEGI muestran que en el tercer trimestre se incrementó la tasa de desocupación nacional, al igual que la correspondiente a las áreas urbanas. La primera, medida con datos desestacionalizados, pasó de 3.39 por ciento en el segundo trimestre a 3.63 por ciento en el tercero (Gráfica 14c). En este contexto, cabe señalar que la “tasa de participación” (porcentaje que representa la población económicamente activa en la población de 14 y más años) ha aumentado en 2006, lo que tiende a elevar la tasa de desocupación, aún con datos desestacionalizados.

### 3.2.3. Sector Externo

La expansión significativa que han mostrado la demanda agregada y el producto a lo largo de 2006 no ha implicado que se amplíen los saldos deficitarios de la balanza comercial y de la cuenta corriente con relación a los registrados en 2005. De hecho, en el conjunto de los primeros tres trimestres del presente año el déficit de la balanza comercial fue mucho menor que el observado en igual periodo de 2005, mientras que la cuenta corriente mostró un ligero superávit. Esto último fue resultado de saldos superavitarios en los dos primeros trimestres del año y un déficit en el tercero.

Durante el tercer trimestre, la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos y de sus principales renglones se caracterizó por los siguientes resultados:

- a ) Las exportaciones no petroleras siguieron presentando un crecimiento anual elevado (Gráfica 15a), pero un poco menor que el registrado en el primer semestre de 2006.<sup>17</sup> Diversos indicadores sugieren que la demanda externa podría desacelerarse en lo que resta del año.
- b ) Las exportaciones de la industria automotriz terminal continuaron mostrando un ritmo de expansión anual significativo, aunque su tasa de crecimiento fue decreciente (Gráfica 15b).<sup>18</sup> De hecho, en el tercer trimestre el crecimiento anual de las exportaciones manufactureras del sector no automotriz (tanto del no maquilador como del maquilador) superó al del sector automotriz.
- c ) La persistencia de altos precios del crudo en el mercado petrolero internacional propició que el valor de las exportaciones de crudo siguiera presentando niveles elevados. No obstante, en el transcurso del trimestre también se desaceleró su crecimiento anual.

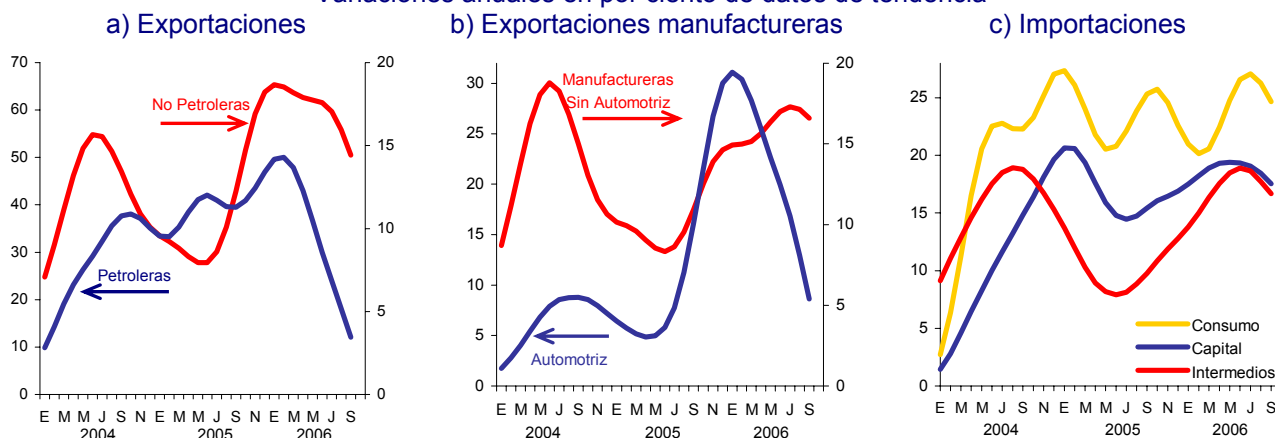
---

<sup>17</sup> En el tercer trimestre de 2006 las exportaciones totales de mercancías crecieron a una tasa anual de 16.9 por ciento (21.6 por ciento en el primer semestre del año) derivada de aumentos de 17 por ciento de las exportaciones petroleras y de 16.9 por ciento de las no petroleras. Al interior de estas últimas, las efectuadas por la industria manufacturera aumentaron 16.6 por ciento.

<sup>18</sup> Durante el tercer trimestre las exportaciones manufactureras del sector automotriz registraron un crecimiento anual de 11.2 por ciento, mientras que en el primero y segundo trimestres de 2006 los incrementos respectivos fueron de 33 y 20.5 por ciento.

- d) Las importaciones de mercancías mantuvieron un ritmo de crecimiento significativo (Gráfica 15c), pero ligeramente menor al que registraron en la primera mitad del año.<sup>19</sup>
- e) El saldo de las reservas internacionales netas del Banco de México mostró una disminución que obedeció, principalmente, a que este Instituto Central vendió divisas al Gobierno Federal por 12,451 millones de dólares. Tales recursos serán destinados al pago anticipado de deuda pública externa (ver Sección 3.4.1 de este Informe).

**Gráfica 15**  
**Exportaciones e Importaciones de Mercancías**  
 Variaciones anuales en por ciento de datos de tendencia



Fuente: Banco de México.

Durante los primeros ocho meses del año la participación de los productos mexicanos en el mercado de Estados Unidos mostró una mejoría. En particular, en el bimestre julio-agosto dichas exportaciones presentaron un incremento anual de 21.2 por ciento, tasa superior que la de 15.25 por ciento que registraron las adquisiciones totales de Estados Unidos en el exterior (Cuadro 2). Ello implicó un aumento de la referida participación, al pasar de 9.76 por ciento en el bimestre julio-agosto de 2005, a 10.26 por ciento en igual bimestre del año en curso. Este avance no sólo respondió al desempeño de las exportaciones de petróleo y del sector automotriz. Aún excluyendo estos dos renglones, hay un ascenso de la participación de mercado del resto de los productos de México, de 8.01 por ciento en el bimestre julio-agosto de 2005, a 8.41 por ciento en igual periodo de 2006. Ese avance se alcanzó en un escenario de clara desaceleración de las importaciones de mercancías que efectúa Estados Unidos y respondió en buena medida a que la evolución de la producción industrial en dicho país siguió impactando favorablemente a las exportaciones no petroleras de México. Cabe mencionar que existe una estrecha vinculación tanto de la producción industrial de México como de sus exportaciones manufactureras, con la producción

<sup>19</sup> Las importaciones de mercancías mostraron en el tercer trimestre un crecimiento a tasa anual de 17.7 por ciento (18 por ciento en el primer semestre de 2006). Este se originó por aumentos respectivos de 16.8, 15.9 y 24.3 por ciento de las importaciones de bienes intermedios, de capital y de consumo. En estas últimas, al igual que ocurrió en los trimestres previos, su crecimiento fue influido al alza por elevados incrementos de los valores de importación de gasolina y vehículos. Si se deducen esos dos renglones, el resto de las importaciones de bienes de consumo aumentó en el trimestre de referencia en 10.9 por ciento a tasa anual. Cabe señalar que en ese periodo el 13.4 por ciento de la importación de automóviles correspondió a vehículos usados.

industrial de Estados Unidos. Así, dado que en dicha economía el gasto de consumo privado y el crecimiento del producto en su conjunto se han venido desacelerando en mayor medida que la producción industrial, las exportaciones mexicanas han podido mantener un crecimiento importante en ese mercado. En este contexto, hay que señalar que en la estructura de las exportaciones no petroleras que México efectúa a Estados Unidos hay una mayor participación de los bienes intermedios (productos vinculados a procesos industriales estadounidenses) que en el caso de las que China dirige al referido país. Al respecto, en estas últimas, la participación de las de bienes de consumo supera al porcentaje correspondiente en las exportaciones mexicanas al mencionado mercado.

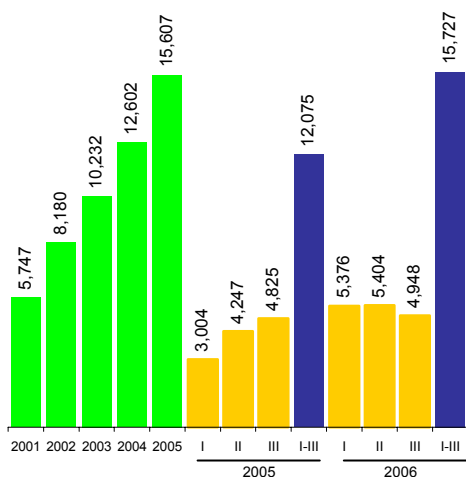
**Cuadro 2**  
**Importaciones de Estados Unidos**  
Por ciento

|                                 | Participación  |               |                |               | Variaciones Porcentuales Anuales: 2006 |              |                    |              |                                     |                                     |
|---------------------------------|----------------|---------------|----------------|---------------|--|--------------|--------------------|--------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
|                                 | Enero - Agosto |               | Julio - Agosto |               | Julio - Agosto                         |              |                    |              | Ene-Ago                             |                                     |
|                                 | 2005           | 2006          | 2005           | 2006          | Total                                  | Petróleo     | Total sin Petróleo | Automotriz   | Total sin Petróleo y sin Automotriz | Total sin Petróleo y sin Automotriz |
| <b>Total</b>                    | <b>100.00</b>  | <b>100.00</b> | <b>100.00</b>  | <b>100.00</b> | <b>15.25</b>                           | <b>34.23</b> | <b>12.79</b>       | <b>5.84</b>  | <b>14.01</b>                        | <b>12.01</b>                        |
| <b>Total s/México</b>           | <b>89.79</b>   | <b>89.28</b>  | <b>90.24</b>   | <b>89.74</b>  | <b>14.60</b>                           | <b>33.79</b> | <b>12.21</b>       | <b>3.95</b>  | <b>13.52</b>                        | <b>11.75</b>                        |
| <b>Total s/México y s/China</b> | <b>75.59</b>   | <b>74.69</b>  | <b>74.80</b>   | <b>73.98</b>  | <b>13.99</b>                           | <b>33.81</b> | <b>10.94</b>       | <b>3.95</b>  | <b>12.36</b>                        | <b>10.41</b>                        |
| 1. Canadá                       | 17.10          | 16.67         | 16.30          | 15.00         | 6.02                                   | 37.25        | 2.58               | -7.08        | 5.70                                | 8.68                                |
| 2. China                        | 14.20          | 14.59         | 15.44          | 15.75         | 17.55                                  | 24.34        | 17.55              | --           | 17.55                               | 16.99                               |
| <b>3. México</b>                | <b>10.21</b>   | <b>10.72</b>  | <b>9.76</b>    | <b>10.26</b>  | <b>21.20</b>                           | <b>37.19</b> | <b>18.38</b>       | <b>15.04</b> | <b>19.63</b>                        | <b>14.75</b>                        |
| 4. Japón                        | 8.48           | 7.92          | 8.08           | 7.70          | 9.89                                   | --           | 9.89               | 15.29        | 6.53                                | 2.85                                |
| 5. Alemania                     | 5.18           | 4.84          | 5.17           | 4.67          | 3.98                                   | --           | 3.98               | -6.18        | 9.21                                | 9.49                                |
| Suma de 5 países                | 55.18          | 54.73         | 54.76          | 53.38         | 12.36                                  | 37.16        | 10.87              | 4.22         | 12.61                               | 11.81                               |

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

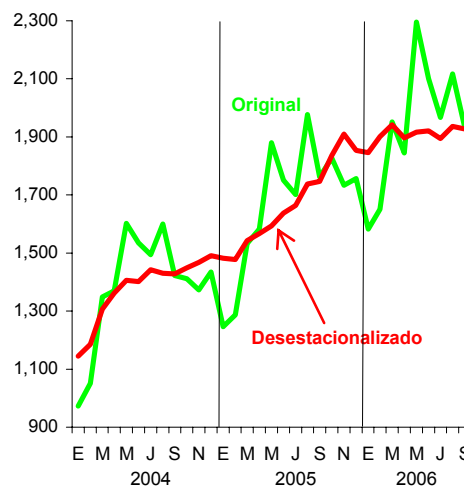
**Gráfica 16**  
**Indicadores del Sector Externo**

a) Superávit de la Balanza Comercial Petrolera  
Millones de dólares



Fuente: Banco de México.

b) Remesas Familiares  
Millones de dólares por mes; datos originales y desestacionalizados



En el tercer trimestre de 2006, la cuenta corriente de la balanza de pagos presentó un déficit moderado. Este resultado fue favorecido por los aumentos que experimentaron en el periodo el saldo superavitario de la balanza

comercial de productos petroleros y los ingresos por remesas familiares. En el primer caso, el superávit comercial pasó de 4,825 millones de dólares en el tercer trimestre de 2005, a 4,948 millones en igual periodo de 2006 (Gráfica 16a). Por su parte, los ingresos de recursos por concepto de remesas familiares ascendieron en el tercer trimestre a 6,018 millones de dólares, monto que implicó un incremento de 578 millones de dólares con respecto al observado en igual periodo de 2005. Cabe señalar que en 2006 el crecimiento anual de las remesas se ha desacelerado, al resultar en el tercer trimestre de 10.6 por ciento, luego que había alcanzado 27.5 y 19.7 por ciento en el primero y segundo trimestres del año. De hecho, con datos desestacionalizados el nivel de tales ingresos fue prácticamente el mismo en el segundo y en el tercer trimestre (Gráfica 16b).

La información anterior, aunada a la disponible sobre otros renglones de las cuentas externas, permiten estimar para el tercer trimestre de 2006 un déficit moderado de la cuenta corriente de la balanza de pagos de alrededor de 1.2 miles de millones de dólares. Con lo anterior, la cuenta corriente habría presentado en los primeros nueve meses del año un superávit acumulado de aproximadamente 0.7 miles de millones de dólares (déficit de 2,610 millones en igual periodo de 2005). Asimismo, se calcula que en el trimestre que se reporta la cuenta de capital haya mostrado un déficit de alrededor de 10.2 miles de millones de dólares (incluyendo errores y omisiones). Este saldo sería resultado, en lo principal, de un aumento importante en el rubro de activos consecuencia, a su vez, de un incremento de los depósitos del Gobierno Federal en el Banco de México cuyo destino es el pago anticipado de deuda externa.<sup>20</sup> En el periodo de referencia la cuenta de capital también se caracterizó por un egreso neto por concepto de inversión extranjera de cartera y por entradas de recursos derivadas de inversión extranjera directa. Por último, en el tercer trimestre la reserva internacional neta del Banco de México disminuyó en 11,440 millones de dólares. Ello como resultado neto, por un lado, de diversas operaciones cuyo efecto fue incrementar la reserva internacional y, por otro, de la ya comentada venta de divisas por 12,451 millones de dólares que efectuó este Instituto Central al Gobierno Federal. Con lo anterior, el saldo de dicha reserva neta se ubicó al cierre de septiembre en 67,303 millones de dólares.

### **3.3. Costos y Precios**

#### **3.3.1. Salarios y Costo Unitario de la Mano de Obra**

En las negociaciones salariales llevadas a cabo en las empresas de jurisdicción federal durante el tercer trimestre de 2006 se presentó, en promedio, un incremento de salarios de 4.2 por ciento. Esta cifra fue 0.2 puntos porcentuales menor a la observada durante el mismo lapso de 2005 (Cuadro 3). Dicha baja provino de los menores aumentos salariales que se concedieron en las empresas privadas (4.4 por ciento en el periodo analizado con relación al 4.7 por ciento en el tercer trimestre de 2005). En contraste, en ambos periodos las empresas públicas otorgaron aumentos salariales de 4.1 por ciento.

<sup>20</sup> El Gobierno Federal adquirió 12,451 millones de dólares del Banco de México, los cuales fueron depositados en una cuenta corriente en moneda extranjera en el propio Instituto Central, cuyos movimientos se registran en el renglón de activos de la cuenta de capital de la balanza de pagos. En la medida en la que el Gobierno Federal utilice dichos depósitos para pagar deuda externa también se presenta una reducción en la referida cuenta de activos externos.



**Cuadro 3**  
**Incremento Promedio al Salario Contractual<sup>1/</sup> y Trabajadores Beneficiados**  
**según Tipo de Empresa**

|   | 2005 |     |     |     |         | 2006 |     |     |     |     |      |         |
|---|------|-----|-----|-----|---------|------|-----|-----|-----|-----|------|---------|
|   | I    | II  | III | IV  | Ene-Dic | I    | II  | III | Jul | Ago | Sep  | Ene-Sep |
| <b>Incremento Promedio al Salario Contractual (por ciento)<sup>1/</sup></b> |      |     |     |     |         |      |     |     |     |     |      |         |
| <b>Total</b>  | 4.5  | 4.4 | 4.4 | 4.2 | 4.4     | 4.3  | 4.4 | 4.2 | 4.9 | 4.1 | 4.3  | 4.3     |
| <b>Empresas Públicas</b>  | 3.6  | 4.0 | 4.1 | 4.0 | 4.0     | 4.0  | 4.0 | 4.1 | -   | 4.1 | 4.2  | 4.0     |
| <b>Empresas Privadas</b>  | 4.7  | 4.6 | 4.7 | 4.7 | 4.6     | 4.3  | 4.5 | 4.4 | 4.9 | 4.2 | 4.3  | 4.4     |
| <b>Trabajadores Beneficiados (participación porcentual)</b>                 |      |     |     |     |         |      |     |     |     |     |      |         |
| <b>Total</b>  | 100  | 100 | 100 | 100 | 100     | 100  | 100 | 100 | 100 | 100 | 100  | 100     |
| <b>Empresas Públicas</b>  | 19   | 22  | 46  | 72  | 41      | 19   | 27  | 48  | 0   | 73  | 0.1  | 29      |
| <b>Empresas Privadas</b>  | 81   | 78  | 54  | 28  | 59      | 81   | 73  | 52  | 100 | 27  | 99.9 | 71      |

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

<sup>1/</sup> No se llevaron a cabo revisiones salariales en el periodo.

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

En el periodo comprendido de enero a julio de 2006, la productividad laboral en la industria manufacturera, maquiladora y no maquiladora, registró una variación anual promedio mayor que la observada durante el mismo lapso de 2005 (Cuadro 4). En ambos casos también aumentaron las remuneraciones por persona ocupada en términos reales. En el caso de la industria manufacturera no maquiladora, el incremento de ésta resultó menor al de la productividad, mientras que en el de la maquiladora ocurrió lo contrario. Por tanto, en el primer caso el costo unitario de la mano de obra (CUMO) disminuyó, mientras que en el segundo dicho indicador aumentó.

**Cuadro 4**  
**Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO por Sector de Actividad Económica<sup>1/</sup>**  
**Variación anual en por ciento**

|   | 2004    | 2005    |         |      | 2006 |      |      |      |      |      |         |  |
|---|---------|---------|---------|------|------|------|------|------|------|------|---------|--|
|   | Ene-Dic | Ene-Jul | Ene-Dic | Ene  | Feb  | Mar  | Abr  | May  | Jun  | Jul  | Ene-Jul |  |
| <b>Industria Manufacturera no Maquiladora</b> |         |         |         |      |      |      |      |      |      |      |         |  |
| Productividad Laboral                         | 7.1     | 1.9     | 2.0     | 6.4  | 4.9  | 10.6 | -2.0 | 5.6  | 5.6  | 3.4  | 4.9     |  |
| Remuneraciones Medias Reales                  | 0.3     | -0.3    | -0.1    | 0.3  | 1.0  | 0.2  | 0.9  | 1.3  | -0.1 | 0.7  | 0.6     |  |
| CUMO  | -6.3    | -2.0    | -2.0    | -5.7 | -3.7 | -9.4 | 3.0  | -4.0 | -5.4 | -2.6 | -4.0    |  |
| <b>Industria Maquiladora</b>                  |         |         |         |      |      |      |      |      |      |      |         |  |
| Productividad Laboral                         | 2.5     | -2.0    | -1.0    | 1.7  | -0.1 | 2.1  | -1.1 | 0.7  | 0.7  | -1.9 | 0.3     |  |
| Remuneraciones Medias Reales                  | -0.2    | -0.8    | 0.3     | 1.5  | 1.8  | 3.2  | 2.5  | 2.6  | 1.8  | 0.4  | 2.0     |  |
| CUMO  | -2.6    | 1.3     | 1.4     | -0.2 | 1.9  | 1.1  | 3.6  | 1.8  | 1.1  | 2.4  | 1.7     |  |

<sup>1/</sup> 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.

### 3.3.2. Bienes y Servicios Administrados y Concertados

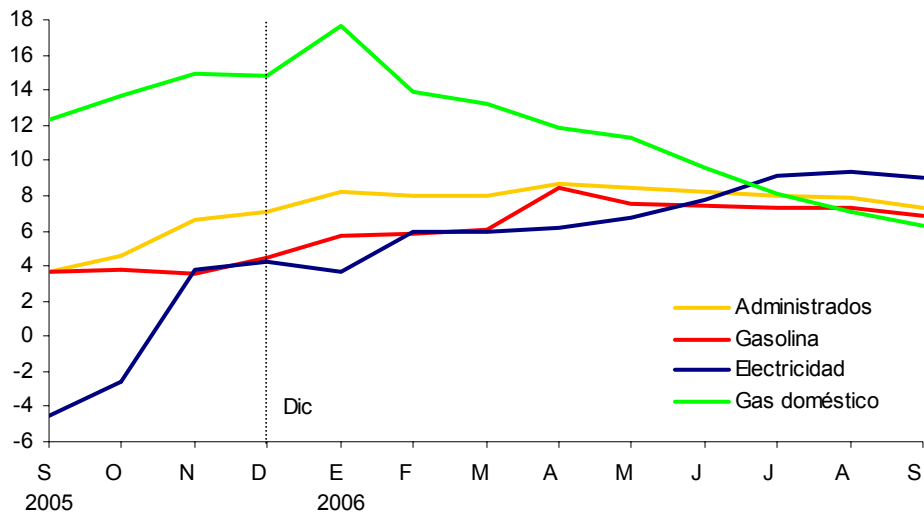
En septiembre de 2006 el subíndice de precios de los bienes y servicios administrados registró una variación anual de 7.29 por ciento, cifra que resultó 0.89 puntos porcentuales menor que la observada en junio (Gráfica 17). Esta disminución fue atribuible, principalmente, a un menor ritmo de crecimiento de los precios del gas licuado y a reducciones en las cotizaciones del gas natural y de las gasolinas en Ciudad Juárez, Matamoros y Ciudad Acuña. En las ciudades comprendidas en este último caso, los precios se situaron por debajo del máximo



que estableció el Gobierno Federal.<sup>21</sup> Cabe señalar que la baja en los precios del gas natural y de las gasolinas fue parcialmente contrarrestada por una elevación en la variación anual de las tarifas eléctricas, particularmente en las correspondientes a alto consumo (cuyo factor de actualización fue afectado por los incrementos en el precio del cobre que se aplican con rezago).<sup>22</sup>

Los precios internacionales de la gasolina, del gas licuado y del gas natural se ubicaron, al cierre del tercer trimestre, en niveles más bajos que los registrados en junio (Gráfica 18). Asimismo, los precios de los futuros de esos energéticos para el cierre del año se redujeron significativamente. En la medida que las bajas en los precios internacionales de los energéticos se mantengan, habrá menores presiones sobre las cotizaciones internas.<sup>23</sup>

**Gráfica 17**  
**Subíndice de Precios Administrados**  
Variación anual en por ciento



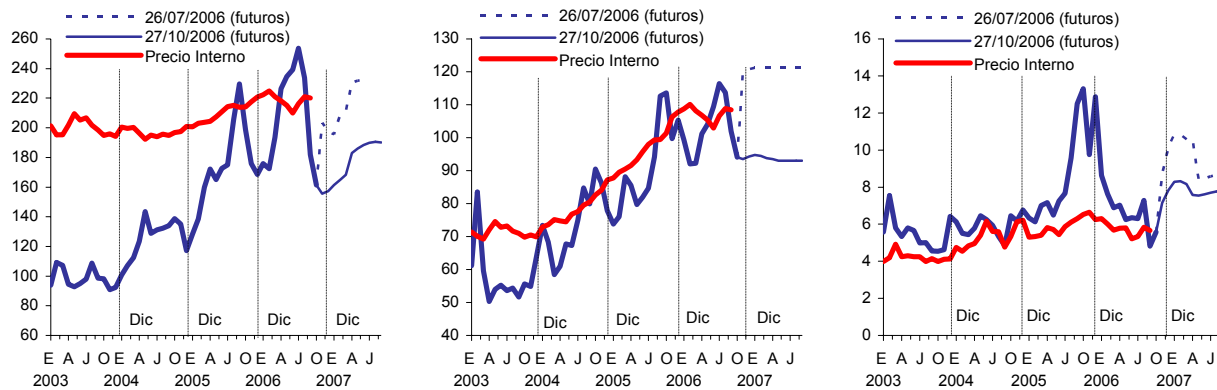
Al cierre del tercer trimestre de 2006 la variación anual del subíndice de precios de los bienes y servicios concertados se ubicó en 1.63 por ciento, que implicó un aumento de 0.41 puntos porcentuales con relación al dato registrado en junio (Gráfica 19). Este incremento fue producto, principalmente, de los aumentos que presentaron las tarifas del autobús urbano en diversas localidades, destacando Tijuana, Acapulco, Monclova, Huatabampo, Hermosillo e Iguala.

<sup>21</sup> El Gobierno Federal determinó, en un comunicado fechado el 6 de mayo de 2006, que el precio máximo para las gasolinas en las ciudades de la Frontera Norte sería de 7.41 pesos por litro. Este esquema se mantendría durante el periodo en que las referencias internacionales se situasen por arriba del precio referido.

<sup>22</sup> 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) rezagados dos periodos los 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.

<sup>23</sup> En los Informes sobre la Inflación Abril-Junio 2006 y Enero-Marzo 2006 se listan las medidas que implementó el Gobierno Federal para limitar el impacto del alza en los precios internacionales de los energéticos.

**Gráfica 18**  
**Precios Internacionales y Futuros de Energéticos Seleccionados<sup>1/</sup>**  
 a) Gasolina<sup>2/</sup>      b) Gas licuado<sup>3/</sup>      c) Gas natural<sup>4/</sup>



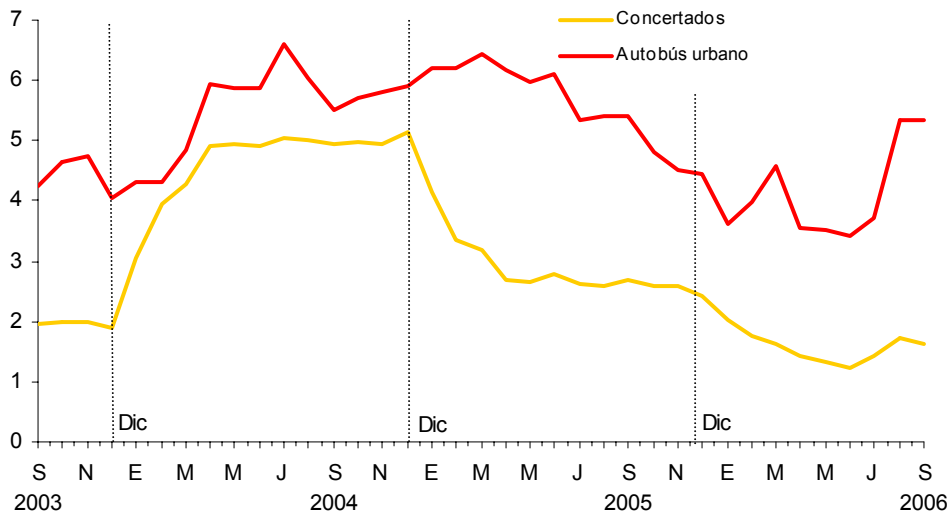
1/ Las cotizaciones de los futuros corresponden al New York Mercantile Exchange y a las fechas del 26 de julio y 27 de octubre de 2006.

2/ Texas. Centavos de dólar por galón.

3/ Mont Belvieu, Tex. Centavos de dólar.

4/ Tetco, Tex. Dólares por MMBtu.

**Gráfica 19**  
**Subíndice de Precios Concertados**  
 Variación anual en por ciento



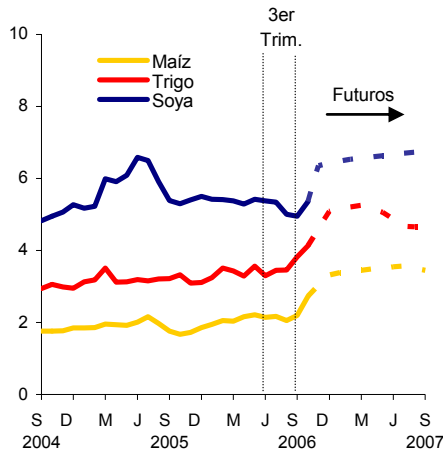
### 3.3.3. Materias Primas Alimenticias y Metales

La información más reciente sitúa a las cotizaciones a futuro del trigo, maíz y soya para los siguientes 12 meses en un nivel superior al actual. Adicionalmente, entre junio y septiembre el precio internacional del trigo aumentó 16.11 por ciento. Así, el comportamiento de los precios observados y a futuro de los granos sugiere una posible presión sobre los precios internos de sus equivalentes, y también sobre los alimentos procesados que los utilizan como insumo (Gráfica 20a). En contraste, el precio a futuro de la carne de cerdo se ubica por debajo del que registró al cierre del tercer trimestre y el de la carne de res en un nivel similar (Gráfica 20b).

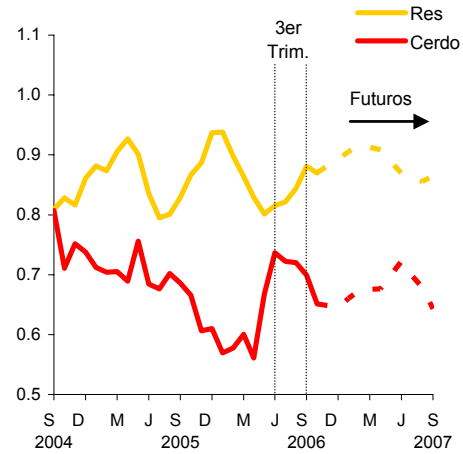
Durante el tercer trimestre se revirtieron parcialmente las trayectorias ascendentes que se venían observando en los precios internos del cobre y de ciertos productos derivados del acero, entre los que destaca la varilla (Gráfica

21).<sup>24</sup> Ello contribuirá a reducir el ritmo de crecimiento de las cotizaciones de los materiales para la construcción y durante los próximos meses podrían ser factores que incidan en un descenso de las tarifas eléctricas de alto consumo.<sup>25</sup>

**Gráfica 20**  
**Cotizaciones Internacionales de Materias Primas Alimenticias<sup>1/</sup>**  
 a) Granos  
 Dólares por bushel



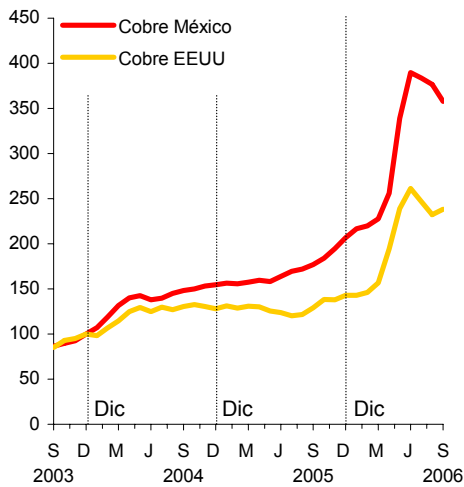
b) Carnes  
 Dólares por libra



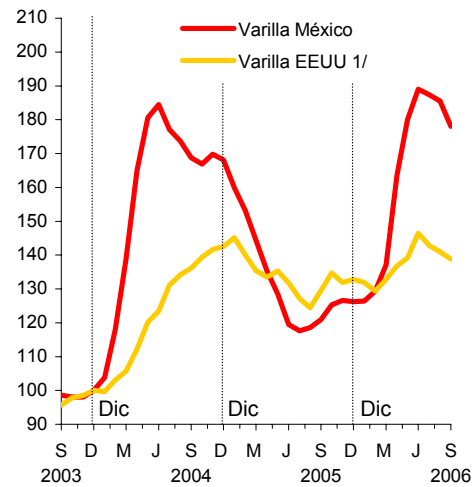
1/ Las cotizaciones de los futuros corresponden al 27 de octubre de 2006. En el caso de los granos los valores corresponden al Chicago Board of Trade, mientras que en el de los cárnicos al Chicago Mercantile Exchange.

**Gráfica 21**  
**Índices de Precios Internos y Externos del Cobre y Derivados del Acero**

a) Cobre  
 Índices



b) Varilla  
 Índices



Fuente: Banco de México (México) y Bureau of Labor Statistics (EEUU).  
 1/ Incluye todo tipo de barras de acero.

<sup>24</sup> El Gobierno Federal decretó una reducción en los aranceles aplicables a diversos productos de acero y cobre (de 2 puntos porcentuales en el caso del primer metal y de 3 puntos en el del segundo). La medida es efectiva a partir del 30 de septiembre de 2006.

<sup>25</sup> El efecto de la baja en los precios de los metales sobre las tarifas eléctricas de alto consumo tiene un rezago de dos meses debido a que el factor de actualización que se utiliza se construye con subíndices del INPP rezagados dos periodos (ver Sección 3.3.2).

### 3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios

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

Durante el tercer trimestre de 2006 la base monetaria creció en promedio 18 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior, tasa ligeramente superior a la observada en el trimestre previo (17.1 por ciento).<sup>26</sup> Este dinamismo fue superior al que se había anticipado debido, en parte, al mayor crecimiento de la actividad económica y a que el aumento de la base monetaria que generalmente precede a los procesos electorales se prolongó más de lo previsto.

En lo referente a los flujos trimestrales, la base monetaria disminuyó 1,933 millones de pesos durante el tercer trimestre de 2006. Por su parte, los activos internacionales netos se redujeron en 1,530 millones de dólares durante dicho periodo, con lo que su saldo al 30 de septiembre de 2006 fue de 83,450 millones de dólares.<sup>27</sup> Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México aumentó 15,380 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. | Al 30 Sep. | % anual   | Trimestre      |         |         | Acumulados al |
|   | 2005       | 2006       | 2006      | I              | II      | III     |               |
| (A) Base Monetaria (Pesos)                                  | 380,034    | 367,140    | 17.5      | -26,990        | 16,029  | -1,933  | -12,894       |
| (B) Activos Internacionales Netos (Pesos) <sup>1/ 2/</sup>  | 788,167    | 917,408    | 21.4      | 21,062         | 100,276 | -17,312 | 104,026       |
| Activos Internacionales Netos (Dólares) <sup>2/</sup>       | 74,115     | 83,450     | 19.2      | 1,931          | 8,934   | -1,530  | 9,335         |
| (C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] <sup>1/</sup>    | -408,133   | -550,268   | 24.2      | -48,051        | -84,248 | 15,380  | -116,920      |
| (D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] <sup>3/</sup> | 68,669     | 67,303     | 7.1       | -1,182         | 11,256  | -11,440 | -1,366        |
| (E) Reserva Bruta (Dólares)                                 | 74,110     | 83,454     | 19.3      | 1,914          | 8,922   | -1,492  | 9,344         |
| Pemex   |            |            |           | 6,420          | 10,555  | 6,295   | 23,271        |
| Gobierno Federal  |            |            |           | -3,556         | -932    | -6,873  | -11,361       |
| Venta de dólares a la banca <sup>4/</sup>                   |            |            |           | -1,407         | -1,550  | -2,465  | -5,422        |
| Otros <sup>5/</sup>   |            |            |           | 456            | 848     | 1,552   | 2,856         |
| (F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)                 | 5,441      | 16,151     | 126.1     | 3,096          | -2,334  | 9,949   | 10,710        |

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.

En lo que respecta a las reservas internacionales en el Banco de México, durante el tercer trimestre se observó una disminución de 11,440 millones de dólares. Entre las diferentes operaciones que dieron lugar a dicha reducción destaca la compra de 12,451 millones de dólares por parte de la

<sup>26</sup> Variaciones calculadas con base en el promedio trimestral de los saldos diarios.

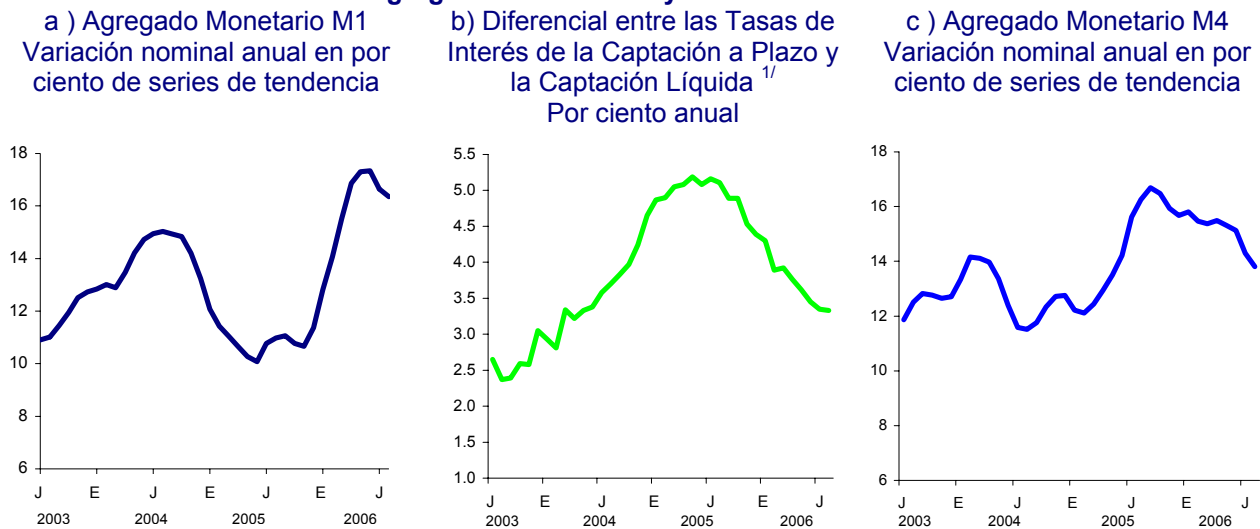
<sup>27</sup> Las definiciones de activos internacionales y reserva internacional pueden ser consultadas en el glosario del Comunicado de Prensa sobre el Estado de Cuenta del Banco de México (publicación semanal). Al restar de la base monetaria los activos internacionales se obtiene una medida amplia 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 internacional es una medida que excluye los pasivos en divisas del Banco de México a corto plazo (a menos de seis meses).

Secretaría de Hacienda y Crédito Público para realizar pagos anticipados de deuda externa.<sup>28</sup> Los recursos para dicha compra provinieron de la colocación de BONDES D por parte del Gobierno Federal por un monto de 135,051 millones de pesos. En una operación simultánea, el Banco de México retiró de circulación BREMS por un monto equivalente. Con estas operaciones, se redujo el saldo de las reservas internacionales y de los BREMS, disminuyendo el activo y el pasivo del balance del Banco de México. Una vez realizada esta operación, el Banco de México ha venido colocando BONDES D para propósitos de regulación monetaria. De esta manera, se sustituirán los BREMS conforme a su calendario de vencimiento.

### 3.4.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

En economías en las que la inflación disminuye de manera importante, y donde dicha disminución es percibida como permanente, es común observar procesos de remonetización (periodos en que el público incrementa de manera gradual su tenencia de saldos monetarios). Este es el caso de la economía mexicana en donde, en los últimos años, los agregados monetarios han crecido de manera importante. Por su parte, el incremento en la actividad económica también ha contribuido al crecimiento de dichos agregados. Destaca el crecimiento del medio circulante (M1), el cual es mayor que el de los agregados amplios (M4). Ello obedece, en parte, a la disminución observada en el costo de oportunidad de mantener activos financieros líquidos (Gráfica 22a y b). En particular, el diferencial entre la tasa de interés de la captación líquida y la de plazo ha disminuido desde junio de 2005 en alrededor de 180 puntos base.

**Gráfica 22**  
**Agregados Monetarios y Tasas de Interés**



<sup>1/</sup> Definido como la diferencia entre el costo de captación a plazo (CCP) de la banca comercial y la tasa de interés de cuentas de cheques.

El flujo anual de las fuentes de financiamiento de la economía, al cierre del primer semestre de 2006 (Cuadro 6), fue de casi un punto porcentual del PIB (7.9 puntos porcentuales) superior a la observada al cierre del primer semestre

<sup>28</sup> Boletín Semanal sobre el Estado de Cuenta del Banco de México, Banco de México, 22 de agosto de 2006.

del año anterior (7 por ciento del PIB). Este resultado obedeció al flujo de ahorro financiero (M4), que aumentó de 6.2 a 7.2 por ciento del PIB. Si bien desde la segunda mitad de 2005 el saldo del ahorro financiero presentó variaciones anuales superiores a 13 por ciento (Gráfica 22c), el nivel de este agregado como porcentaje del PIB todavía es bajo en relación con lo observado en otras economías (50.2 por ciento en el segundo trimestre de 2006).<sup>29</sup>

La mayor disponibilidad de recursos financieros y las menores necesidades de financiamiento del sector público permitieron un aumento de los recursos disponibles para financiar al sector privado. Al respecto, el flujo anual de financiamiento total otorgado a los hogares aumentó de 1.9 por ciento del PIB en el primer semestre de 2005, a 2.3 puntos en el mismo periodo de 2006. Por su parte, el financiamiento total a las empresas disminuyó de 1 a 0.8 por ciento del PIB debido, principalmente, a una reducción del financiamiento externo (Cuadro 6).<sup>30</sup>

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

|   | Flujo Anual: II Trimestre |            | Saldo en 2006 II |              |
|---|---------------------------|------------|------------------|--------------|
|   | 2005                      | 2006       | % PIB            | Estructura % |
| <b>Total de fuentes</b>                             | <b>7.0</b>                | <b>7.9</b> | <b>69.1</b>      | <b>100.0</b> |
| M4  | 6.2                       | 7.2        | 50.2             | 72.7         |
| Financiamiento externo                              | 0.8                       | 0.7        | 18.9             | 27.3         |
| <b>Total de usos</b>                                | <b>7.0</b>                | <b>7.9</b> | <b>69.1</b>      | <b>100.0</b> |
| Reserva internacional <sup>1/</sup>                 | 0.4                       | 2.1        | 9.4              | 13.6         |
| Sector público (SHRFSP) <sup>2/</sup>               | 2.0                       | 0.6        | 34.9             | 50.5         |
| Estados y municipios                                | 0.2                       | 0.1        | 1.4              | 2.0          |
| Sector privado                                      | 2.8                       | 3.1        | 26.7             | 38.6         |
| Hogares   | 1.9                       | 2.3        | 12.2             | 17.7         |
| Consumo   | 1.0                       | 1.3        | 3.9              | 5.7          |
| Vivienda <sup>3/</sup>                              | 0.9                       | 1.0        | 8.3              | 12.0         |
| Empresas  | 1.0                       | 0.8        | 14.5             | 21.0         |
| Crédito de intermediarios financieros <sup>4/</sup> | 0.4                       | 0.5        | 6.2              | 9.0          |
| Emisión de instrumentos de deuda                    | -0.1                      | 0.1        | 1.7              | 2.5          |
| Externo   | 0.6                       | 0.2        | 6.6              | 9.5          |
| Otros conceptos                                     | 1.5                       | 2.1        | -3.2             | -4.7         |

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

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

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

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

El crédito a los hogares y a las empresas otorgado por la banca comercial ha mostrado un fuerte dinamismo. El financiamiento a los hogares (vivienda y consumo) en agosto de 2006 mostró un crecimiento real anual de 56.7 por ciento, cifra similar a la observada en meses anteriores. Por su parte, el crédito a las empresas continúa repuntando, registrando un incremento real anual de 11.4 por ciento en igual periodo.

<sup>29</sup> El ahorro financiero representa alrededor de 71 por ciento del PIB en Brasil y 82 por ciento en Chile.

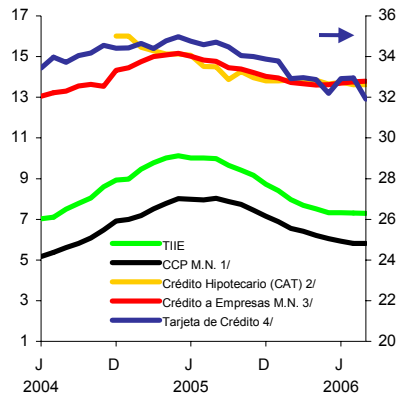
<sup>30</sup> El financiamiento total a las empresas se compone de la cartera de crédito total de la banca y otros intermediarios financieros (incluye programas de reestructura), la emisión de instrumentos de deuda y el financiamiento externo.

La reactivación del crédito a las empresas se ha concentrado, principalmente, en los sectores de servicios y de la construcción. No obstante, el crédito a las manufacturas ha comenzado a presentar tasas de crecimiento positivas. El flujo anual de crédito directo vigente a los sectores de servicios y de la construcción a agosto de 2006 fue de 46.2 miles de millones de pesos, en tanto que el flujo de financiamiento a las manufacturas fue de 6.5 miles de millones de pesos.

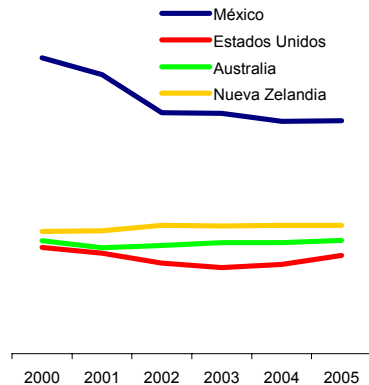
En la Gráfica 23a se presentan tanto las principales tasas de interés que cobra la banca por sus créditos, como las que paga por los recursos que capta del público. Por ejemplo, mientras que en agosto de 2006 el costo de la captación a plazo en moneda nacional fue de 5.8 por ciento anual, la tasa promedio de interés cobrada sobre las tarjetas de crédito tradicionales fue de 31.9 por ciento y la tasa de interés para los créditos a las empresas en moneda nacional fue de 13.8 por ciento (Gráfica 23b).

**Gráfica 23**  
**Tasas de Interés Pasivas y Activas de la Banca Comercial en Moneda Nacional y Comparativo Internacional**  
 Por ciento anual

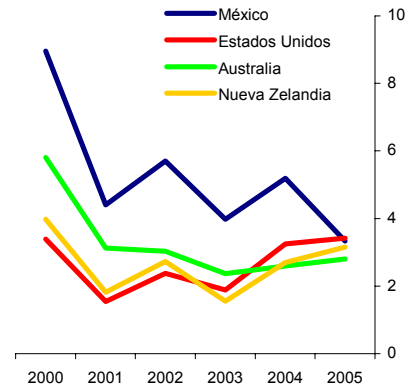
a) Tasas de Interés Pasivas y Activas de la Banca Comercial en Moneda Nacional



b) Tasas de Interés de Tarjetas de Crédito, Países seleccionados



c) Índice de Precios al Consumidor Variación



1/ El costo de captación a plazo (CCP) incluye los pasivos a plazo en moneda nacional a cargo de la banca múltiple, excepto los pasivos que se derivan de obligaciones subordinadas susceptibles de conversión a capital, del otorgamiento de avales y de la celebración de operaciones entre instituciones de crédito. Se empezó a publicar en febrero de 1996.  
 2/ Promedio del indicador que resume el costo anual total del crédito (CAT) y que comprende los costos por: tasa de interés, comisiones, bonificaciones, seguros obligatorios y gastos por otros servicios financieros. La información de créditos hipotecarios se obtiene del simulador de Búsqueda de Créditos Hipotecarios del Banco de México.  
 3/ Promedio simple mensual de la tasa de interés nominal del total de créditos de la banca comercial en moneda nacional a las empresas.  
 4/ Promedio simple anual de las tasas de interés, sin Impuesto al Valor Agregado, que cobran los bancos incluyendo todos sus productos tradicionales de tarjetas de crédito de acuerdo al reporte "(Bancos) tasas de interés de tarjetas de crédito" de INFOSEL.  
 Fuente: Banco de México, Infosel y bancos centrales de Estados Unidos, Australia y Nueva Zelandia.

## 4. La Política Monetaria durante el Tercer Trimestre de 2006

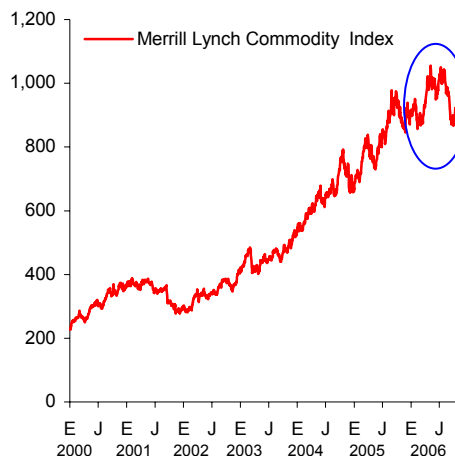
En general, durante los últimos meses el balance de riesgos para la inflación mundial ha mejorado. Por una parte, si bien las perspectivas sobre la evolución de la economía global continúan siendo positivas, la fase del ciclo por la que ésta atraviesa permite anticipar que su crecimiento se desacelerará en lo que resta del año y en 2007. Inclusive, el enfriamiento del mercado de bienes raíces en los Estados Unidos ha incrementado el riesgo de que la actividad económica en ese país muestre una desaceleración mayor a la prevista actualmente. Por otra parte, después de que durante el segundo trimestre se incrementaran considerablemente los precios de los energéticos y de otras materias primas, éstos han venido cediendo en los últimos meses (Gráfica 24). Con estas condiciones, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo en las principales economías se mantienen bien ancladas

Este entorno ha contribuido a que se reduzcan las presiones y riesgos inflacionarios a nivel global y, consecuentemente, a una menor incertidumbre acerca de las acciones de política monetaria que podrían adoptar los principales bancos centrales. En particular, en la actualidad los mercados parecen anticipar que el ciclo de acciones por parte de la Reserva Federal para restringir la política monetaria ha llegado a su fin. Todo ello ha derivado en una disminución de las tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos.

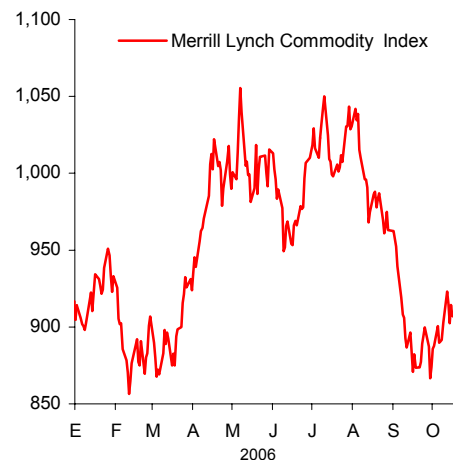
**Gráfica 24**

### Índice de Precios de Materias Primas

a) Índice de Precios de Materias Primas 2000-2006<sup>1/</sup> (1990=100)      b) Índice de Precios de Materias Primas 2006<sup>1/</sup> (1990=100)



1/ Merrill Lynch Commodity index extra (MLCX). Incluye precios de energía, granos, cobre, aluminio, oro, entre otros.  
Fuente: Merrill Lynch



1/ Merrill Lynch Commodity index extra (MLCX). Incluye precios de energía, granos, cobre, aluminio, oro, entre otros.  
Fuente: Merrill Lynch

Al considerar la evolución de la inflación en México destaca que, durante el tercer trimestre, se presentaron algunas perturbaciones de oferta que propiciaron un repunte de la inflación general. Estas perturbaciones se concentraron en un número reducido de alimentos y se anticipa que sus efectos sobre la inflación serán de carácter temporal. En particular, la inflación no

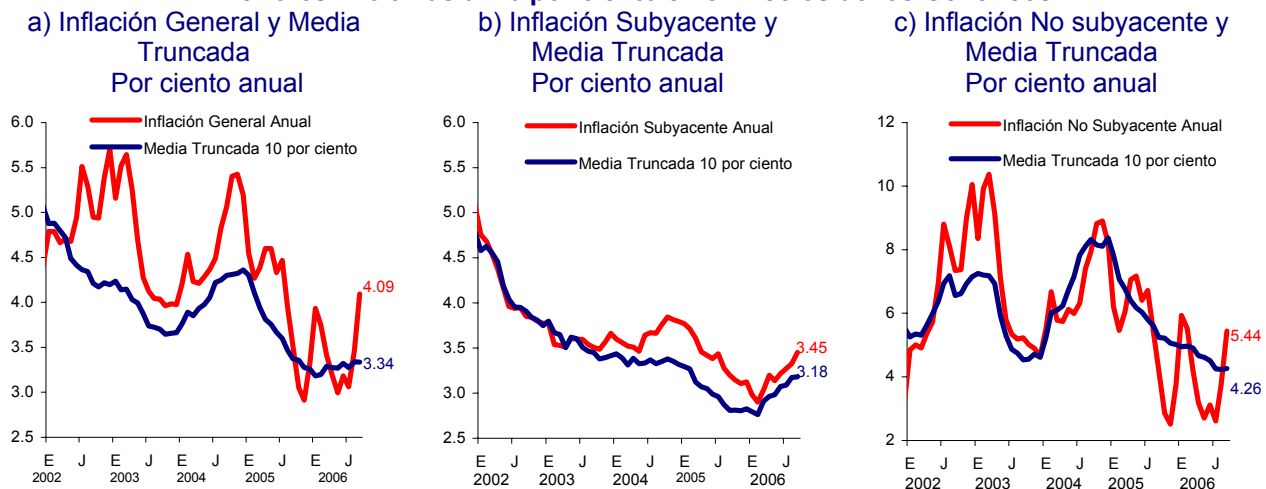


subyacente se vio influida por los efectos de los eventos climáticos en el noroeste del país sobre la oferta del jitomate, mientras que la subyacente resintió los problemas de abasto de azúcar y el impacto de un alza en el precio de la tortilla.

Es importante resaltar que, hasta ahora, los incrementos de precios más allá de lo previsto se han concentrado en los genéricos referidos, y que no se anticipa que éstos den lugar a una alza generalizada. Esto se puede apreciar con mayor claridad si del cálculo de la inflación general se excluyen aquellos genéricos cuyos precios han presentado variaciones extremas (tanto las mayores como las menores). Derivado de este ejercicio, se obtiene una media troncada (al ser eliminadas las variaciones extremas) de la inflación, que es un indicador de su tendencia.

En la Gráfica 25a se muestran los resultados de este ejercicio, donde destacan dos puntos. En primer lugar, se puede apreciar que la media troncada de la inflación, por construcción, presenta una trayectoria relativamente estable, por lo que es un buen indicador de su tendencia. Segundo, en el último mes el incremento de la inflación se concentró en un número reducido de genéricos, ya que la media troncada se encuentra por debajo de la inflación general. A su vez, en las Gráfica 25b y c se pueden apreciar los resultados cuando el ejercicio se aplica por separado a las inflaciones subyacente y no subyacente. En el primer caso, destacan dos elementos: primero, la media troncada de la inflación subyacente se ha encontrado por debajo de la observada por un periodo prolongado de tiempo. Segundo, recientemente la media troncada ha mostrado una ligera tendencia al alza, si bien se encuentra en niveles cercanos al 3 por ciento. En el caso de la inflación no subyacente, y como es de esperarse dada la volatilidad que la caracteriza, los resultados son muy similares a los de la inflación general.

**Gráfica 25**  
**Inflación General sin Contribución de las Variaciones Superiores e Inferiores Extremas al 10 por ciento en el Precios de los Genéricos <sup>1/</sup>**



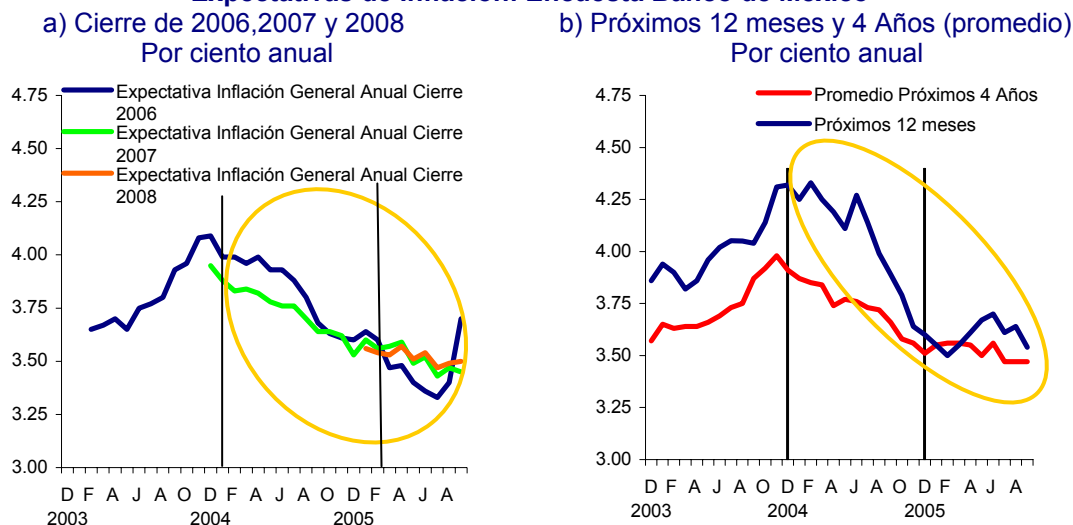
1/ La media troncada elimina de la inflación general la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos sobre la inflación general. Para eliminar estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del INPC se ordenan de mayor a menor en función de la contribución que cada una tiene sobre la variación del INPC; ii) se selecciona el 10 por ciento superior y el 10 por ciento inferior; y iii) se acumulan las contribuciones de las variaciones extremas anteriores sobre la inflación general. La media troncada es un indicador útil para identificar si los movimientos en la inflación general obedecen a cambios en unos cuantos productos (esto sucede cuando la media troncada no presenta el alza mostrada por la inflación general).

Bajo estas condiciones, se puede anticipar que el repunte de la inflación no debería contaminar las expectativas de inflación para plazos mayores. En este sentido, en la Gráfica 26 se puede apreciar que si bien las expectativas de inflación para el cierre de 2006 se han incrementado, las correspondientes a doce meses hacia delante y al cierre de 2007 se han mantenido estables. Efectivamente, al parecer los analistas esperan que el impacto sobre la inflación de los choques de oferta descritos se irá disipando en los siguientes meses. Asimismo, las expectativas para la inflación en el largo plazo tampoco se han visto afectadas.

Específicamente, las expectativas para la inflación general recabadas por el Banco de México en septiembre muestran que si bien las referentes al cierre de 2006 aumentaron de 3.36 por ciento en junio a 3.70 en septiembre, las correspondientes a los cierres de 2007 y 2008 disminuyeron de 3.52 y 3.54 por ciento a 3.45 y 3.50 por ciento. Por su parte, las expectativas de la inflación subyacente para 2006 y 2007 se ubicaron durante el trimestre en niveles alrededor de 3.30 por ciento. Otras encuestas sobre las expectativas de inflación muestran un comportamiento similar.<sup>31</sup>

**Gráfica 26**

**Expectativas de Inflación: Encuesta Banco de México**



Otro indicador que permite corroborar que las perspectivas inflacionarias de largo plazo se mantienen ancladas se puede obtener de la compensación por inflación (expectativa de inflación más una prima de riesgo) que los inversionistas demandan por mantener bonos de largo plazo denominados en pesos. Así, al sustraer de la tasa de interés de los bonos a diez años el rendimiento real asociado a los instrumentos de deuda indizados de igual plazo (Udibonos), se observa que la compensación por inflación a lo largo del año se ha mantenido estable (Gráfica 27).

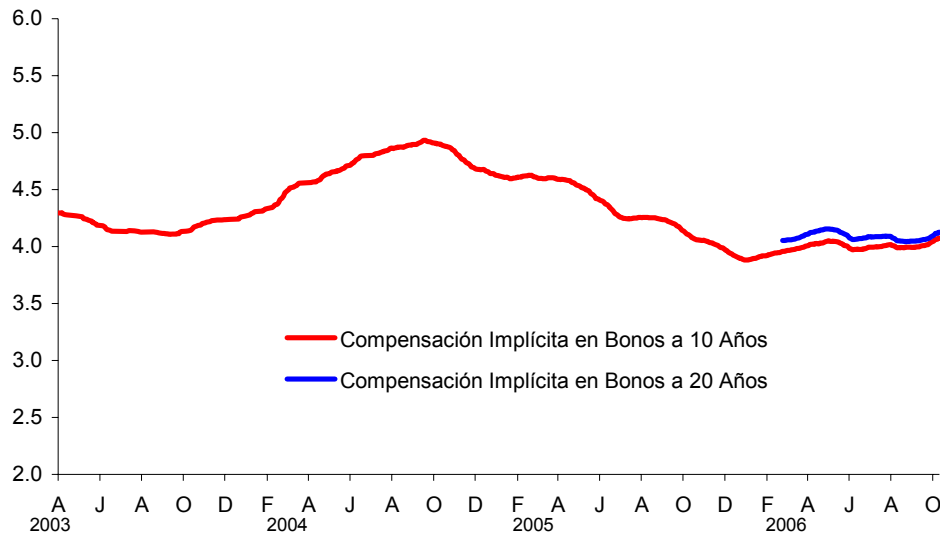
Considerando el escenario descrito, la Junta de Gobierno decidió mantener sin cambio las condiciones monetarias en los comunicados de julio,

<sup>31</sup> Las encuestas que levanta Infosel muestran que la expectativa para la inflación general el 27 de octubre era de 3.96 por ciento para el cierre de 2006 y de 3.47 y 3.48 por ciento para el cierre de 2007 y 2008, respectivamente. En cuanto a la inflación subyacente, las expectativas para el cierre de 2006, 2007 y 2008 eran de 3.41 por ciento, 3.23 por ciento y 3.27 por ciento, respectivamente.

agosto, septiembre y octubre, lo cual dio lugar a que la tasa de interés de fondeo bancario se mantuviera en 7 por ciento (Gráfica 28a). Es importante destacar que la Junta de Gobierno permanecerá atenta a que las expectativas de inflación continúen bien ancladas.

Durante el tercer trimestre los mercados internos de capitales se vieron favorecidos por la mejoría en las condiciones financieras globales. En particular, comenzaron a revertirse los incrementos en las primas de riesgo que se habían presentado en el segundo trimestre. Adicionalmente, se fue disipando la incertidumbre asociada al proceso electoral del presente año. Estos elementos fueron conformando un entorno propicio para la recuperación de los precios de diversos activos domésticos.

**Gráfica 27**  
**Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos de Largo Plazo**  
 Por ciento anual, media móvil de 90 días

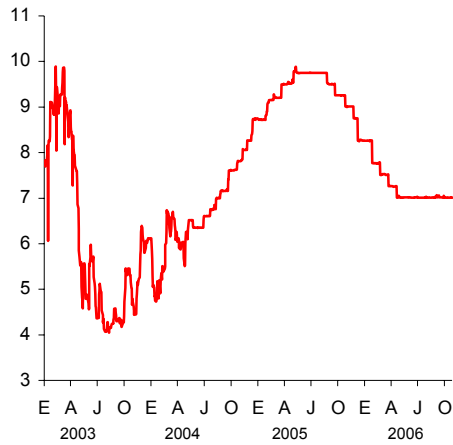


Las tasas de interés de los bonos a mayor plazo se redujeron significativamente, lo cual derivó en un aplanamiento de la curva de rendimientos (Gráfica 28b). En particular, el diferencial entre la tasa de interés del bono a 20 años y la de fondeo bancario a un día pasó, del segundo al tercer trimestre, de un promedio de 206 a uno de 158 puntos base. Al respecto, es importante destacar que el 24 de octubre se subastó por primera ocasión un bono a 30 años en pesos que paga una tasa de interés fija, como parte de la estrategia para extender el plazo del financiamiento que recibe el Gobierno Federal y para contribuir al desarrollo de los mercados de deuda internos. La tasa de rendimiento a la cual se colocó dicho bono (8.08 por ciento) fue inferior a la del bono correspondiente a 20 años. Asimismo, debido a que la reducción en las tasas de interés de mediano y largo plazo ha sido mayor en México que en los Estados Unidos, los diferenciales entre ambos países se han venido comprimiendo (Gráfica 29).<sup>32</sup>

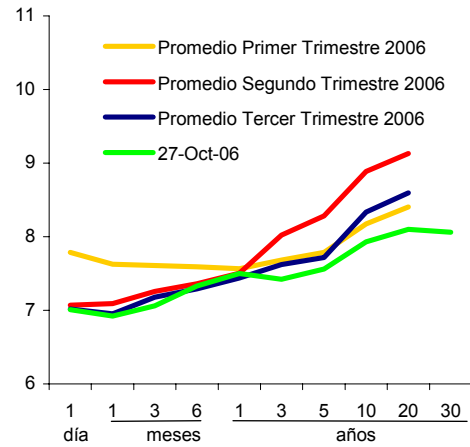
<sup>32</sup> El diferencial entre las de interés de México y los Estados Unidos a 5 años pasa, del segundo al tercer trimestre, de un promedio de 329 puntos base a uno de 287 puntos base. Por su parte, el diferencial de tasas de interés de los bonos a 10 años pasó de un promedio de 381 a uno de 344 puntos base en el mismo periodo.

**Gráfica 28**  
**Tasas de Interés**

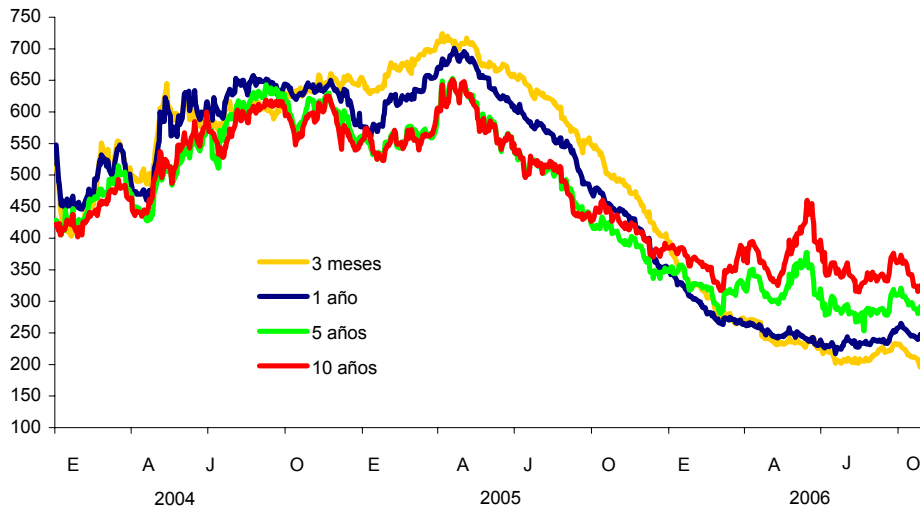
a) Tasas de Interés de Fondeo Bancario  
Por ciento anual



b) Curva de Rendimientos en México  
Por ciento anual



**Gráfica 29**  
**Diferenciales de Tasas de Interés entre México y los Estados Unidos**  
Puntos base



## 5. Balance de Riesgos y Conclusiones

El escenario económico que el Banco de México prevé para el resto de 2006 y para 2007 se sustenta en los siguientes elementos:

- a) Las perspectivas para la actividad económica mundial continúan siendo favorables, si bien es previsible que su ritmo de expansión se desacelere gradualmente. Por lo que se refiere a la economía de Estados Unidos, el promedio de las proyecciones de crecimiento de los principales analistas para 2006 y 2007 se ubica alrededor de 3.4 y 2.6 por ciento, mientras que las correspondientes a la actividad industrial se sitúan en 4.4 y 3.2 por ciento. En consecuencia, se anticipa una desaceleración de la demanda de nuestras exportaciones y, por tanto, un menor ritmo de la actividad económica en nuestro país.

Conviene destacar que, derivado tanto de la fase del ciclo por la que atraviesa la economía de Estados Unidos, como por la naturaleza de los factores que están incidiendo sobre su desaceleración, se han incrementado los riesgos de que la reducción en el ritmo de crecimiento de ese país sea mayor a lo previsto.

- b) A pesar de que los precios internacionales del crudo han comenzado a ceder, se anticipa que las cuentas externas de México seguirán registrando considerables ingresos provenientes de las exportaciones de petróleo. De igual manera, se prevé que las remesas de los trabajadores mexicanos en el exterior continuarán siendo una importante fuente de ingresos para el país.

Como se puede apreciar, en general las perspectivas para el entorno externo que México enfrentará en el año 2007 continúan siendo positivas, si bien se anticipa que la economía mundial, y en particular la de Estados Unidos, muestren una desaceleración. A este respecto, debe mencionarse que los avances en materia de manejo macroeconómico, así como la actual profundidad de nuestros mercados financieros, implican que México se encuentra en una posición mucho más sólida para enfrentar la fase del ciclo mundial que se caracteriza por un menor crecimiento.

A partir de las consideraciones anteriores, y con base en la información y análisis presentados en este Informe, el ejercicio de pronóstico arroja el siguiente escenario para el resto de 2006 y 2007:

**Crecimiento:** Se estima que el crecimiento económico en 2006 se sitúe entre 4.3 y 4.8 por ciento, y el de 2007 entre 3.25 y 3.75 por ciento.

**Empleo:** Se prevé que en 2006 la generación de empleos (número de trabajadores afiliados al IMSS) en el sector formal será cercana a las 900 mil plazas, y en 2007 alrededor de 750 mil plazas.

**Cuenta Corriente:** El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se proyecta en 0.6 y 1.3 por ciento del producto en 2006 y 2007.

**Inflación:** Es previsible que la inflación general anual se sitúe en un nivel inferior a 4.0 por ciento al cierre del año, y que la subyacente anual lo haga

entre 3 y 3.5 por ciento. No obstante, debe mencionarse que dados los efectos sobre los precios de algunos alimentos de las perturbaciones de oferta descritas en las secciones anteriores, así como por la reducida base de comparación, durante octubre y noviembre de 2006 se anticipa que la inflación general anual se mantenga en niveles cercanos a 4.5 por ciento. Para 2007 se anticipa que la inflación subyacente registre niveles cercanos al 3 por ciento y que la general retome su tendencia decreciente, cerrando en un nivel inferior a 3.5 por ciento.

En particular, destaca lo siguiente:

- a) Se anticipa que la inflación subyacente estará sujeta a menores presiones, en la medida en la que se vayan disipando los efectos de las perturbaciones que han incidido sobre su trayectoria en los últimos dos trimestres.
- b) Por lo que se refiere a la inflación de los servicios, se prevé un menor ritmo de crecimiento del subíndice de precios de aquéllos asociados a la vivienda, ya que las presiones observadas sobre los precios de diversos materiales para la construcción ligados al cobre y al acero han comenzado a revertirse. Ello en virtud de que se han ajustado a la baja los precios internacionales del cobre y de algunos derivados del acero, y a que se han solucionado los conflictos laborales que afectaron la producción de estos materiales. Por su parte, se estima que la variación anual del subíndice de precios del resto de los servicios cierre en 2006 en niveles ligeramente inferiores a 4 por ciento.
- c) En cuanto a las mercancías incluidas en el índice de precios subyacente, el grupo de los alimentos procesados se ha visto presionado recientemente por el incremento en el precio del azúcar. En este contexto, se prevé que dicho precio podría disminuir en los siguientes meses en respuesta tanto al nuevo ciclo de la zafra, como a los cupos para importación autorizados por la Secretaría de Economía (ver Sección 2.1 de este Informe). Sin embargo, las recientes alzas que se han observado en las cotizaciones de algunos granos podrían constituir un factor de presión sobre los precios de algunos alimentos procesados. Por otra parte, se estima que la variación anual de los precios de las mercancías distintas a los alimentos presente una trayectoria estable alrededor de 2 por ciento.
- d) La evolución de la inflación no subyacente continuará siendo determinada, en gran medida, por el comportamiento de la inflación de las frutas y verduras. Al respecto, se estima que hacia fines de año comenzarán a desvanecerse los efectos sobre la referida inflación derivados de la escasez de algunas hortalizas, cuya producción fue afectada por fenómenos climatológicos (ver Sección 2.1 de este Informe).
- e) Por otra parte, la tasa de crecimiento del subíndice de precios administrados y concertados podría presentar un comportamiento similar al que ha tenido este año, pero con algunas diferencias en la evolución de sus componentes. Por un lado, los precios administrados podrían ejercer una menor presión sobre la inflación general como consecuencia principalmente de bajas en las tarifas eléctricas de alto consumo y en los precios de las gasolineras en las

ciudades fronterizas. Por otro, el grupo de los bienes y servicios concertados podría aumentar su incidencia si se incrementan las tarifas de transporte público en diversas localidades.

En suma, se prevé que la inflación general anual sea inferior a 4 por ciento hacia el cierre de año. No obstante, dicho resultado estará determinado, en gran medida, por la velocidad con la que se reviertan los choques de oferta que afectaron a los precios de los productos agrícolas.

Como parte de la evaluación de las perspectivas de la inflación, a continuación se listan los principales riesgos a los que se considera ésta está sujeta:

- i) A pesar de la reciente moderación en las cotizaciones de los energéticos y de otras materias primas, éstas continúan altas y fluctuantes. Esta consideración también se aplica en el caso de los bienes agropecuarios.
- ii) El ritmo de crecimiento de los precios de los servicios se mantiene elevado.
- iii) Las expectativas de inflación aún se encuentran por encima de la meta de 3 por ciento.

A pesar de que su tendencia ha sido compatible con lo anticipado, la inflación ha presentado un repunte en el corto plazo. Al respecto, la Junta de Gobierno del Banco de México considera que las recientes presiones no anticipadas sobre algunos precios son de carácter temporal y, por tanto, no espera que se traspasen a las expectativas de inflación de 2007 y hacia adelante. No obstante, la Junta permanecerá atenta a que dichas expectativas continúen bien ancladas y reitera su intención de propiciar la convergencia y la consolidación de la inflación con su meta.

Por otro lado, existen diversos factores de riesgo que pudieran incidir principalmente sobre el crecimiento de la actividad productiva previsto en el escenario base descrito en esta sección.

En varios países desarrollados los precios de los activos inmobiliarios se incrementaron considerablemente en los últimos años. En particular, en los Estados Unidos ello contribuyó de forma significativa a fortalecer los balances financieros de los hogares y, en consecuencia, al gasto de los mismos. No obstante, en los últimos meses los mercados de bienes raíces en los Estados Unidos han perdido dinamismo y es previsible que esta tendencia continúe. En caso de que se presente una corrección mayor y/o abrupta en dicho sector, el gasto de los hogares podría verse afectado de manera importante y, derivado de ello, el ritmo de actividad económica. Este escenario incidiría adversamente sobre la producción industrial en los Estados Unidos y, consecuentemente, sobre la demanda por exportaciones no petroleras de México. Es claro que, ante un escenario de este tipo, la actividad económica y la generación de empleos en nuestro país se verían afectadas en magnitud mayor a la prevista actualmente.

Por otro lado, persiste el riesgo de que se presente un ajuste desordenado ante los desequilibrios globales que se han venido acumulando. Al respecto, cabe señalar que el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos

ha continuado ampliándose. No obstante, este es un factor de riesgo que pudiera incidir primordialmente en el mediano plazo.

Como se ha señalado en otros Informes de Inflación, la pérdida de competitividad de la economía nacional es un elemento que ha venido afectando al ritmo de crecimiento de la economía y, por tanto, a la generación de más y mejores empleos. En particular, no se ha avanzado lo suficiente en el fortalecimiento de las fuentes internas de crecimiento y, por ende, no se ha aprovechado plenamente el potencial del país. El retroceso de México en las diversas escalas internacionales que miden la competitividad y el atractivo para la inversión entre países muestra lo costoso que ha sido postergar los cambios necesarios en materia económica e institucional. Al respecto, numerosas naciones se han incorporado activamente al proceso de globalización, impulsando cambios significativos en sus economías. En este contexto se ha tornado aún más urgente llevar a cabo las reformas que se requieren para elevar la flexibilidad y la competitividad del aparato productivo nacional. De no atender estos aspectos se dificultará considerablemente la posibilidad de combatir algunos de los problemas endémicos en nuestra sociedad, tales como la pobreza y la muy desigual distribución del ingreso.



## 6. Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria

### 6.1. Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria en 2007

De acuerdo con los lineamientos dados a conocer por el Banco de México, a continuación se presenta el calendario para los anuncios de política monetaria, los comunicados de prensa sobre la política monetaria, y los Informes sobre la Inflación correspondientes a 2007.<sup>33</sup>

#### Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria, Publicación de Comunicados de Prensa sobre la Política Monetaria e Informes sobre la Inflación en 2007

| Mes        | Anuncios de Política Monetaria y Publicación de los Comunicados de Prensa | Publicación del Informe sobre la Inflación |
|------------|---|--|
| Enero      | 26  | 31 <sup>1/</sup>                           |
| Febrero    | 23  |  |
| Marzo      | 23  |  |
| Abril      | 27  | 30   |
| Mayo       | 25  |  |
| Junio      | 22  |  |
| Julio      | 27  | 31   |
| Agosto     | 24  |  |
| Septiembre | 21  |  |
| Octubre    | 26  | 31   |
| Noviembre  | 23  |  |
| Diciembre  | 7   |  |

<sup>1/</sup> Incluye el Programa Monetario para 2007.

<sup>33</sup> Informe sobre la Inflación Julio-Septiembre 2005.