

# Política Monetaria

---

Informe sobre el primer  
semestre de 2006



BANCO DE MEXICO

SEPTIEMBRE, 2006



JUNTA DE GOBIERNO  
GOBERNADOR  
GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

SUBGOBERNADORES  
EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER  
GUILLERMO GÜÉMEZ GARCÍA  
JESÚS MARCOS YACAMÁN  
JOSE JULIÁN SIDAOUI DIB



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

*En cumplimiento de lo anterior y por acuerdo de la Junta de Gobierno de este Instituto Central tomado conforme a lo previsto en la fracción IX del artículo 46 de la Ley que lo rige, este Banco de México envía al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión el presente informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 2006.*

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





## I. Introducción

---

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

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

De esta forma, el Banco de México conduce su política monetaria a fin de alcanzar una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento y de mantenerla alrededor de ese nivel, considerando un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual.

Durante el primer semestre de 2006 la evolución de la economía mundial fue positiva. Sin embargo, diversos indicadores sugieren que el ritmo de actividad económica en los Estados Unidos se está desacelerando gradualmente. Por su parte, la actividad económica en Europa y Japón continuó recuperándose, mientras que en China y en otros países asiáticos se mantuvo una fuerte expansión.

El vigor con el que creció la economía mundial, y en particular el dinamismo de algunas economías asiáticas que hacen un uso intensivo de diversos energéticos, presionaron los precios internacionales del petróleo al alza, mientras que diversas restricciones por el lado de la oferta así como algunas tensiones geopolíticas propiciaron que su volatilidad se incrementara. No obstante, recientemente los precios referidos han comenzado a disminuir.

En los últimos meses del primer semestre de 2006, los mercados financieros en México se vieron afectados tanto por el menor apetito por riesgo a nivel global, como por cierta incertidumbre asociada al proceso electoral del presente año. No obstante, el ajuste ante estas circunstancias fue ordenado y con costos reducidos en términos de inflación y crecimiento. Ello, en virtud de la estabilidad económica alcanzada en los últimos años, así como de la profundidad de nuestros mercados financieros.



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

Por su parte, el entorno inflacionario en México se mostró favorable: la inflación subyacente se mantuvo cercana a 3 por ciento y la general, tal y como se había anticipado, mostró una tendencia decreciente. Así en junio de 2006, la inflación general anual se ubicó en 3.18 por ciento y la subyacente en 3.22 por ciento. Este último rubro presentó un ligero repunte respecto a los niveles observados hacia finales de 2005, asociado, entre otros factores, al alza en los precios internacionales de diversos materiales utilizados en la construcción de vivienda.

## II. Entorno Económico en el Primer Semestre

---

A continuación se examina, en primer lugar, la evolución del entorno internacional. Este es relevante ya que, a través de sus efectos sobre las cuentas externas del país, incide en la determinación del tipo de cambio, la producción, la demanda agregada y los precios. Posteriormente, se describe la evolución de la demanda y de la oferta agregadas. El análisis de dichas variables permite identificar, en su caso, la existencia de presiones inflacionarias. Estas últimas también se manifiestan en el resultado de la cuenta corriente, cuyo análisis viene acompañado del correspondiente a la cuenta de capital. Enseguida se revisa la trayectoria de los salarios y de la productividad. Estos son factores causales directos de los costos unitarios de la mano de obra, los cuales tienen una influencia significativa sobre el proceso inflacionario. Finalmente, se reporta la evolución de la inflación medida a través de los distintos índices de precios.

\* \* \*

Durante el primer semestre de 2006 la economía mundial se expandió con vigor. Sin embargo, hubo diferencias entre las principales regiones del mundo. Por un lado, al parecer la economía de los Estados Unidos ha comenzado una etapa de desaceleración gradual. Por otro, la actividad económica en la zona del euro se ha venido fortaleciendo, la economía japonesa siguió mostrando dinamismo y el ritmo de crecimiento en China se mantuvo elevado.





Todo ello contribuyó al mantenimiento de tasas de expansión altas en los países emergentes.

En Estados Unidos, al desaparecer los factores que habían deprimido la demanda interna en el último trimestre de 2005, el crecimiento del PIB mostró un repunte en el primer trimestre de este año (variación trimestral anualizada de 5.6 por ciento). No obstante, la tasa de crecimiento del PIB disminuyó durante el segundo trimestre (variación trimestral anualizada de 2.6 por ciento). Lo anterior se explica, principalmente, por un menor crecimiento del consumo privado, lo que parece estar reflejando el impacto de los altos precios de la energía y el enfriamiento observado en los mercados de bienes raíces. La inversión residencial se ha venido ajustando al menor dinamismo de la demanda de viviendas nuevas, y registró en el segundo trimestre su primera variación anual negativa en cinco años. La inversión no residencial también mostró cierta desaceleración durante el segundo trimestre, si bien se mantienen condiciones favorables para su expansión. Por su parte, la producción industrial continuó creciendo de manera dinámica, impulsada por el vigor del sector exportador y, en enero-junio, registró una variación real anual de 3.9 por ciento.

Los precios del petróleo registraron una fuerte alza durante abril, al consolidarse la perspectiva de un sólido crecimiento en la demanda mundial de petróleo y de una expansión moderada en la capacidad de producción a nivel mundial. Después de un breve retroceso a principios de mayo, los precios del petróleo se mantuvieron en niveles elevados durante el resto del semestre, también como resultado de nuevas tensiones geopolíticas.

En la primera mitad del 2006, los índices de inflación de las principales economías del orbe mostraron una tendencia al alza. Lo anterior reflejó, entre otros factores, los crecientes precios de los energéticos y el incremento de los precios de los productos primarios no petroleros. Asimismo, en Estados Unidos, la inflación subyacente mostró cierta aceleración en el segundo trimestre. No obstante, las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen ancladas en niveles moderados y se espera que la tasa de inflación se vaya ajustando a la baja durante el segundo semestre de este año.

En los mercados financieros internacionales se mantuvieron condiciones de relativa holgura, a pesar de que las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos se incrementaron gradualmente respecto de sus niveles de principios de año. La tasa de interés del bono del Tesoro estadounidense a diez años se ubicó en 5.14 por ciento en junio de 2006, tras haberse situado en 4.39 por ciento en diciembre de 2005. A pesar de los incrementos observados, las tasas de interés de largo plazo se mantuvieron en niveles bajos. Inclusive, cabe señalar que dichas tasas han disminuido recientemente.

\* \* \*

Durante el primer semestre de 2006 la evolución de la actividad económica en México se caracterizó por los siguientes aspectos: a) un mayor crecimiento anual de la actividad con respecto al observado en 2005, mismo que se originó de aumentos significativos tanto de la demanda interna como de la externa; b) la oferta agregada mostró una clara recuperación, al pasar de una expansión anual de 5 por ciento en el segundo semestre de 2005, a 7.8 por ciento en el primero de 2006. Esta última cifra se originó por aumentos anuales del PIB de 5.1 por ciento y de las importaciones de bienes y servicios de 14.5 por ciento; c) por su parte, la evolución de la demanda agregada se derivó de aumentos de sus tres principales rubros (consumo, inversión y exportaciones de bienes y servicios); d) tanto el gasto de consumo total como el de inversión presentaron tasas anuales positivas y significativas, sobresaliendo en el último caso, el aumento de su componente de bienes de capital importados; e) el gasto público en inversión y en bienes y servicios contribuyó a la expansión de la demanda interna; y, f) la expansión de la actividad económica fue generalizada en los tres sectores que integran al producto (agropecuario, industrial y el terciario).

La formación bruta de capital fijo, medida a precios constantes, registró un crecimiento anual en la primera mitad de 2006 de 11.2 por ciento. Dicha tasa es superior a la que se alcanzó en cada uno de los cinco años previos. La expansión de la inversión en el primer semestre del año obedeció a aumentos tanto de la inversión privada (11.5 por ciento), como de la efectuada por el sector público (9.6 por ciento). En particular, el componente de maquinaria y equipo aumentó 15 por ciento, tasa que respondió a alzas tanto de su componente importado (18.9 por ciento), como del de origen nacional (6.9 por ciento). Por su parte, los gastos realizados en construcción se acrecentaron 6.7 por ciento.

Un aspecto que destaca en la evolución del producto en la primera mitad de 2006 fue la mejoría que presentó el sector industrial, sobresaliendo el repunte que experimentaron las manufacturas. Así, a partir de la segunda mitad de 2005, el crecimiento anual de la producción manufacturera se fue fortaleciendo, principalmente como respuesta a los aumentos de la destinada al mercado externo. Por su parte, en los meses más recientes también ha habido una ligera recuperación de la dirigida al mercado interno. El fortalecimiento de la producción manufacturera para el mercado externo ha sido notorio en el crecimiento que han tenido las exportaciones manufactureras y, especialmente, las efectuadas por la industria automotriz terminal.

El componente más importante de la demanda agregada, medido con respecto al PIB, es el gasto de consumo. En el primer semestre del año el crecimiento anual que presentó dicho renglón fue 6.2 por ciento, cifra superior a la registrada en el semestre previo (5.2 por ciento). Ello se debió al mayor vigor que presentó el consumo público y a la alta tasa de crecimiento anual que continuó mostrando el consumo privado (8.3 y 5.9 por ciento, respectivamente).



Durante el primer semestre de 2006 se aceleró el crecimiento real de las exportaciones de bienes y servicios, al ubicarse en 12.2 por ciento (7.4 por ciento en el semestre previo). Como se mencionó anteriormente, las exportaciones manufactureras se vieron favorecidas por el desempeño de las correspondientes al sector automotriz, lo que contribuyó a que se registrara un incremento en la participación de los productos nacionales en el mercado de Estados Unidos.

Por otra parte, en la evolución del sector externo de la economía mexicana en los primeros seis meses de 2006 sobresalieron los siguientes aspectos: a) un crecimiento de las exportaciones no petroleras a un ritmo superior al observado a lo largo de 2005; b) un incremento de las importaciones a tasa anual que también fue mayor al registrado en 2005; c) un saldo superavitario en la cuenta corriente, el cual se derivó de tres factores: una mayor entrada de recursos por remesas familiares y saldos superavitarios de la balanza comercial de productos petroleros y de la del sector automotriz; y, d) un importante ingreso neto de recursos en la cuenta de capital, lo que añadido al resultado de la cuenta corriente, determinó una acumulación significativa de reservas internacionales.

Un aspecto a destacar respecto de la evolución de la actividad económica en el país en el primer semestre de 2006, es que los mayores crecimientos que han registrado el PIB y la demanda interna no han implicado presiones sobre la capacidad de producción de la economía. Ello, al considerar los siguientes aspectos: a) el avance del producto ha sido balanceado a nivel sectorial; b) a pesar del avance logrado por la producción del sector manufacturero, su nivel en el segundo trimestre de 2006 apenas superó a sus máximos previos alcanzados a mediados del 2000; c) la rama manufacturera que ha mostrado un mayor dinamismo en 2006 ha sido la de la industria automotriz terminal. Ello fue resultado de la fabricación de nuevos modelos, luego de cuantiosas inversiones por parte de las empresas ensambladoras para modernizar e incrementar su capacidad de producción; y, d) a partir de 2004, la capacidad de producción de la economía se ha ido fortaleciendo gradualmente, considerando que la inversión ha registrado una recuperación significativa, luego de tres años consecutivos en que había presentado debilidad.

\* \* \*

La expansión de la actividad económica en el primer semestre de 2006 se reflejó en un aumento de la demanda de trabajo, conduciendo a una mejoría de diversos indicadores de ocupación. Esta abarcó a la mayoría de los sectores productivos. Por otra parte, la información disponible sugiere que la evolución referida del mercado laboral no ha dado lugar a una mayor escasez de recursos humanos calificados. Los indicadores que elabora el Banco de México sobre demanda de empleo en el sector

manufacturero muestran que, en el periodo de referencia, las empresas no enfrentaron dificultades para reclutar y contratar mano de obra calificada en las áreas de producción, ventas y administración. Tampoco se observó una mayor competencia entre las firmas mencionadas por conseguir esos recursos humanos.

En general, los aspectos más sobresalientes relativos a la evolución del mercado laboral durante el primer semestre de 2006, fueron: a) fortalecimiento del empleo en el sector formal, medido mediante el número de trabajadores afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS); b) incremento de las nuevas plazas de trabajo formal concentrado en los empleos eventuales urbanos, si bien en el margen comenzó a adquirir mayor dinamismo la generación de empleos permanentes; c) el aumento en el número de trabajadores afiliados al IMSS abarcó a la mayoría de los sectores de actividad, resultando más vigoroso en los servicios y en la construcción, aunque también fue significativo en las manufacturas; d) ligera disminución de la tasa de desocupación a nivel nacional; y, e) se mantuvieron elevadas las proporciones de la población ocupada que se consideró subocupada y la que labora en actividades informales.

Al cierre del primer semestre de 2006, el número de trabajadores afiliados al IMSS registró un incremento anual de 832,580 personas, lo que implicó un crecimiento de 6.5 por ciento. Este resultado está compuesto de 350,456 trabajadores permanentes (crecimiento anual de 3.2 por ciento) y de 482,124 eventuales urbanos (alza de 25.8 por ciento). De esa manera, casi 58 por ciento del referido aumento anual correspondió a ocupaciones eventuales urbanas. No obstante, en los últimos meses las ocupaciones permanentes mostraron una mayor alza que las eventuales. Así, del incremento del empleo total en el segundo trimestre del año, el 51 por ciento correspondió a empleos permanentes.

De acuerdo con los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) del Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática (INEGI), en el primer semestre de 2006 se redujeron ligeramente tanto la tasa de desocupación a nivel nacional, como la tasa correspondiente a las áreas urbanas. La primera de esas tasas fue 3.35 por ciento, cifra inferior a la observada en el mismo periodo del año anterior (3.69 por ciento). Por su parte, la segunda se redujo de 4.87 por ciento en el primer semestre de 2005, a 4.39 por ciento en el mismo lapso de este año.

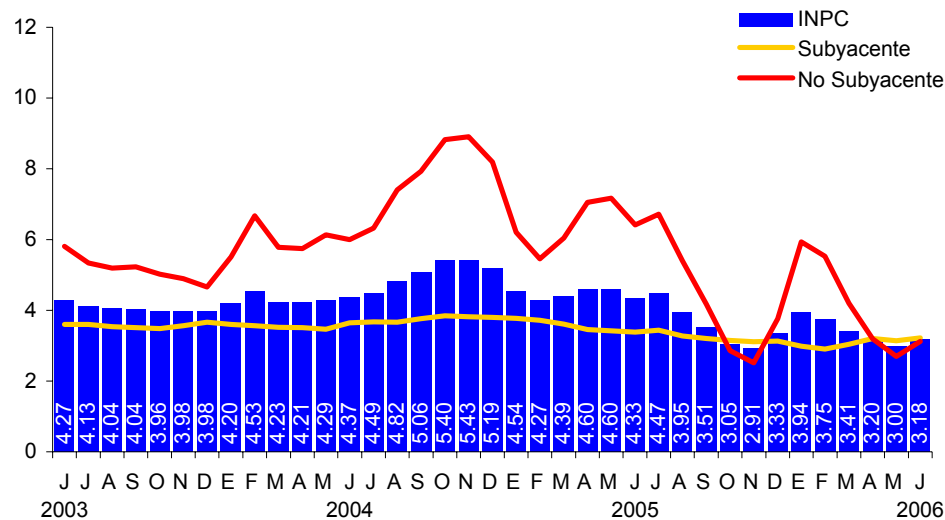
En el periodo enero-junio de 2006, los salarios contractuales tuvieron un incremento de 4.3 por ciento, cifra inferior en 0.2 puntos porcentuales con relación a la observada en el mismo periodo del año anterior. Por su parte, en la industria manufacturera no maquiladora, el costo unitario de la mano de obra (CUMO) registró una variación promedio negativa durante el primer semestre de 2006 (-4.2 por ciento). Esta baja resultó mayor con relación a la observada en el mismo lapso de 2005 (-2.3 por ciento), como resultado de un mayor ritmo de crecimiento de la productividad laboral. Por el

contrario, en la industria maquiladora se observó un incremento en el CUMO mayor al del mismo periodo del año previo (1.7 respecto a 1.4 por ciento), consecuencia de un aumento en las remuneraciones medias reales.

\* \* \*

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

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



Por lo que se refiere a la inflación subyacente, ésta se mantuvo cercana al 3 por ciento durante el primer semestre. Entre sus componentes destaca la reducción de la variación anual del subíndice de precios de las mercancías, que pasó de 2.82 por ciento en diciembre de 2005, a 2.53 por ciento en junio de 2006. Por su parte, la variación anual del subíndice de precios de los servicios pasó de 3.46 a 3.96 por ciento en igual periodo. El aumento en este último fue consecuencia de las alzas observadas en los precios del grupo de la vivienda, que se vieron presionados por los aumentos en los precios de diversos materiales que se utilizan para la construcción de casas habitación (Cuadro 1). En particular, destacaron los incrementos en los precios del acero, del cobre y del cemento. Al respecto, entre diciembre de 2005 y junio de 2006, los aumentos en los precios del acero y del cobre fueron de 12.76 y 88.49 por ciento, respectivamente. En ambos casos, esta elevación respondió a lo

acontecido tanto en los mercados internacionales como a los efectos de los conflictos laborales que afectaron a la producción. No obstante, estas presiones han disminuido en la medida en que la producción de dichos materiales se ha venido regularizado.

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

	Dic-2005/Dic-2004		Jun-2006/Jun-2005	
	Variación	Contribución <sup>1/</sup>	Variación	Contribución <sup>1/</sup>
INPC	3.33	3.33	3.18	3.18
Subyacente	3.12	2.11	3.22	2.19
Mercancías	2.82	1.00	2.53	0.90
Alimentos	3.69	0.55	3.46	0.52
Otras mercancías	2.19	0.45	1.86	0.38
Servicios	3.46	1.11	3.96	1.28
Vivienda	2.55	0.45	3.88	0.68
Otros servicios	4.55	0.66	4.06	0.60
No subyacente	3.76	1.23	3.12	1.00
Agropecuarios	-0.18	-0.02	-2.04	-0.18
Frutas y verduras	-1.86	-0.07	-3.95	-0.13
Resto de agropecuarios	0.93	0.05	-0.83	-0.04
Educación	6.63	0.39	6.51	0.38
Administrados y concertados	4.76	0.85	4.54	0.79
Administrados	7.13	0.64	8.18	0.68
Concertados	2.43	0.22	1.22	0.11

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

La inflación no subyacente anual se ubicó en junio en 3.12 por ciento, lo que significó una reducción de 0.64 puntos porcentuales con relación a la cifra que alcanzó al finalizar 2005 (3.76 por ciento). Asimismo, este indicador presentó cierta volatilidad durante el semestre, reflejando principalmente las fluctuaciones que se registraron en las cotizaciones de las frutas y verduras (Gráfica 1). Por su parte, el subíndice de los precios administrados alcanzó en junio de 2006 una variación anual de 8.18 por ciento (incremento de 1.05 puntos porcentuales respecto del nivel de diciembre de 2005). Este incremento fue producto de alzas en los precios de las gasolinas en las ciudades fronterizas, así como en las tarifas eléctricas de alto consumo. En el caso de las gasolinas, ello se debió, en una primera instancia, al movimiento ascendente en las referencias internacionales de este combustible; sin embargo, al determinarse posteriormente un precio máximo para las ciudades fronterizas, esta tendencia se vio interrumpida. En el caso de las tarifas eléctricas de alto consumo, el incremento fue consecuencia de las alzas en los precios de los metales que inciden sobre la fórmula para calcular el precio de este servicio. En contraste, la tasa de crecimiento anual del precio del gas para uso doméstico se redujo.

Cabe señalar que como consecuencia de diversas medidas establecidas por el Gobierno Federal, los precios internos de la gasolina, gas licuado y gas natural exhibieron una menor volatilidad que la de sus referentes externos.

Al cierre del primer trimestre de 2006 la variación anual del subíndice de los bienes y servicios con precios concertados fue 1.22 por ciento, cifra que resultó 1.21 puntos porcentuales menor a la observada en diciembre de 2005. La reducción mencionada se debió, principalmente, al escaso número de localidades en las que, durante este periodo, se presentaron incrementos al transporte público o en el pago de cuotas de autopistas.

### III. La Política Monetaria durante el Primer Semestre de 2006

---

#### III.1. Acciones de Política Monetaria

---

Las condiciones financieras internas durante el primer semestre del año estuvieron determinadas, en gran medida, por aquéllas que se observaron en los mercados internacionales. Al respecto, cabe señalar que en los primeros meses del año prevalecieron condiciones de holgura, lo que propició que diversas primas de riesgo alcanzaran niveles mínimos históricos y que se presentara un importante flujo de recursos hacia las economías emergentes. No obstante, en el segundo trimestre los elevados precios de los energéticos y otras materias primas, en combinación con una mayor utilización de los recursos productivos, implicaron mayores presiones sobre la inflación a nivel mundial. Esto generó incertidumbre sobre la reacción correspondiente por parte de los principales bancos centrales y, en consecuencia, sobre los niveles que alcanzarían los réditos en los mercados financieros internacionales, especialmente en los Estados Unidos.

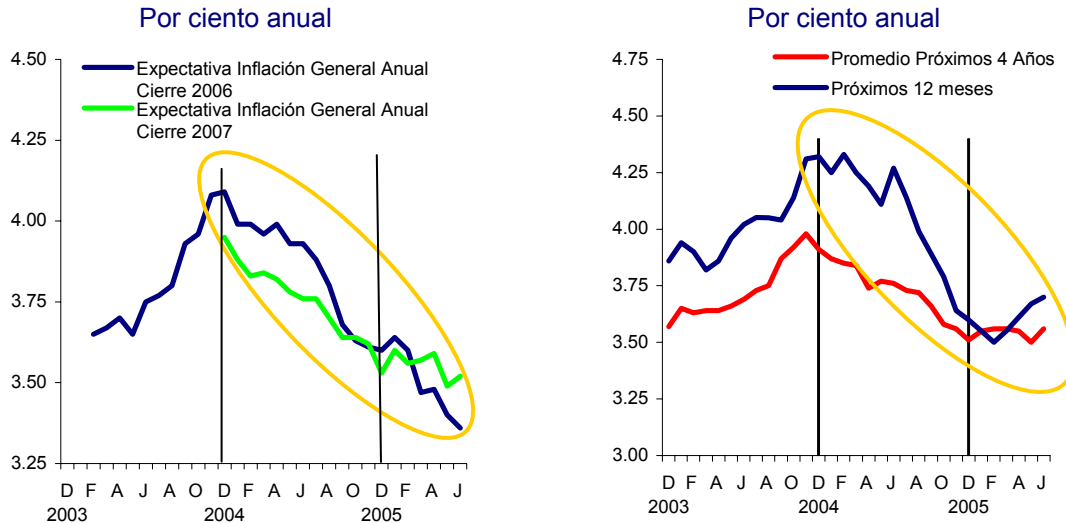
Este entorno, en donde se percibió que las condiciones monetarias globales continuarían tornándose menos acomodaticias, propició un menor apetito por riesgo por parte de los inversionistas. A su vez, ello se tradujo en un ajuste en los precios de diversos activos y divisas, principalmente en las economías emergentes. En particular, en dichas economías se observaron incrementos en los réditos correspondientes a los instrumentos de deuda de mediano y largo plazo en moneda nacional, respecto de los observados durante el primer trimestre del año. Es importante mencionar que las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas se mantuvieron en niveles reducidos respecto de su comportamiento histórico.

El entorno inflacionario en México continuó siendo favorable, lo cual contribuyó a que las expectativas de inflación para diferentes plazos se mantuvieran en niveles reducidos. Así, las recabadas por el Banco de México en junio de 2006 referentes a la inflación general para los cierres de 2006, 2007 y 2008 fueron de 3.36, 3.52 y 3.54 por ciento. Por su parte, las correspondientes a la inflación subyacente para 2006 y 2007 fueron de 3.28 y 3.22 por ciento. Como es de apreciarse, los analistas mantuvieron sus expectativas respecto de la inflación general para diferentes horizontes por arriba del objetivo, si bien consideraron que la inflación subyacente continuará situándose en niveles cercanos al 3 por ciento (Gráfica 2).

**Gráfica 2**
**Expectativas de Inflación: Encuesta Banco de México**

a) Cierre de 2006 y 2007

b) Próximos 12 meses y Promedio para los Próximos 4 Años



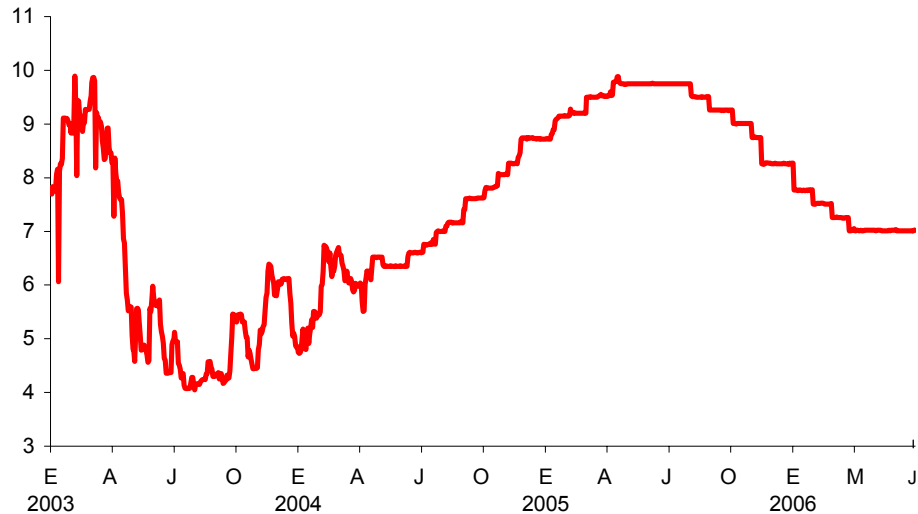
Considerando que la inflación, así como sus perspectivas, habían mostrado una evolución acorde con lo anticipado por el Instituto Central, la Junta de Gobierno del Banco de México permitió un relajamiento en las condiciones monetarias internas en los primeros cuatro meses del año. Así, la tasa de interés de fondeo bancario pasó de 8.25 por ciento al cierre de 2005, a 7 por ciento en abril de 2006 (Gráfica 3). Adicionalmente, en el comunicado de política monetaria de abril de 2006, la Junta de Gobierno destacó que, para el futuro previsible, no existía espacio para un relajamiento adicional. De esta forma, en los comunicados de mayo y junio de 2006, la Junta decidió mantener sin cambio las referidas condiciones, habiendo reiterado en dichas fechas la ausencia de margen para un relajamiento posterior.

En el segundo trimestre del 2006 los mercados financieros internos resintieron tanto la mayor aversión al riesgo a nivel global, como la incertidumbre asociada al proceso electoral. Estos factores



dieron lugar a que se presentara un empinamiento de la curva de rendimientos. En consecuencia, el diferencial entre la tasa de interés del bono a 20 años y la de fondeo bancario a un día, pasó de un promedio de 61 puntos base en el primer trimestre del año, a uno de 206 en el segundo.

**Gráfica 3**  
**Tasas de Interés de Fondeo Bancario**  
Por ciento anual



El ajuste en nuestros mercados financieros, ante un entorno en donde las condiciones monetarias a nivel global se encuentran en un proceso de normalización, ha sido ordenado y ha conllevado costos reducidos en términos de inflación y crecimiento. Inclusive, recientemente parte de los ajustes referidos en los precios de diversos activos y divisas en los mercados emergentes se ha revertido. Asimismo, se ha mitigado la incertidumbre relacionada a los procesos electorales en nuestro país. En este contexto, la política monetaria continuará orientada a propiciar y consolidar la convergencia de la inflación con su meta.

### III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

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

Al cierre del primer semestre de 2006, los activos internacionales se incrementaron en 10,865 millones de dólares con respecto al cierre de 2005, con lo que su saldo al 30 de junio fue de 84,980 millones de dólares. Por su parte, la base monetaria se redujo 10,961 millones de pesos, situación congruente con su comportamiento estacional. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó 132,299 millones de pesos en el semestre.

Cabe mencionar que como parte de la estrategia para mejorar la composición de la deuda pública, se ha venido sustituyendo deuda externa por interna. En junio de 2006 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Banco de México anunciaron una amortización anticipada de deuda externa. Para llevar a cabo esta operación, el 14 de agosto el Gobierno Federal adquirió un total de 12,451 m.d. de las reservas internacionales del Banco de México. Los recursos para dicha operación provinieron de la colocación de BONDES D del Gobierno Federal por un monto de 135,051 millones de pesos. En una operación simultánea, el Banco de México retiró BREMS por un monto equivalente. Como resultado de ello, se reduce el saldo de las reservas internacionales y el de los BREMS, disminuyendo el pasivo y el activo del Banco de México y, por tanto, el costo total de financiar la posición en reservas. Por otra parte, el 17 de agosto el Banco de México llevó a cabo la primera colocación de BONDES D para propósitos de regulación monetaria. Estas colocaciones se realizarán semanalmente, e irán sustituyendo a los BREMS conforme a su calendario de vencimientos.

La disminución en el costo de oportunidad de mantener activos líquidos observada desde mediados del 2005 y el mayor ritmo de actividad económica han contribuido a que los agregados monetarios estrechos hayan incrementado su dinamismo. En particular, el medio circulante M1 aumentó su variación anual de 9.5 por ciento en junio de 2005, a 18 por ciento en el mismo mes de 2006. Como ya se mencionó, este incremento también reflejó el mayor uso de efectivo asociado a los procesos electorales.

Por su parte, al cierre del primer semestre del año el agregado monetario amplio M4 registró un crecimiento anual de 15.7 por ciento. Al respecto, cabe señalar que continúa el proceso de profundización financiera de la economía, tal que a junio de 2006 el ahorro financiero representó 50.2 por ciento del PIB. El ahorro financiero se ha visto impulsado por un entorno macroeconómico de estabilidad, por la captación de recursos a través del Sistema de Ahorro para el Retiro y, de forma reciente, por el mayor dinamismo de la actividad económica.

La mayor oferta de recursos financieros internos ha permitido un incremento en el financiamiento al sector privado no financiero, a lo cual también ha contribuido la menor demanda de recursos por parte del sector público (Cuadro 2). Esta tendencia es aún más clara al analizar el crédito directo vigente de la banca



comercial a los hogares, el cual ha mostrado un marcado dinamismo en los últimos años. En particular, el crédito al consumo registró en junio de 2006 una variación real anual de 47.1 por ciento mientras que el otorgado a la vivienda tuvo un crecimiento real anual de 81.0 por ciento.<sup>1</sup>

El crédito directo vigente otorgado por la banca comercial a las empresas ha mantenido una ligera recuperación y, en junio de 2006, registró una tasa de crecimiento real anual de 13 por ciento. La reactivación del crédito empresarial se ha concentrado, principalmente, en los sectores de servicios y de la construcción. En cuanto a las actividades manufactureras, éstas suelen tener otras fuentes de financiamiento, principalmente externas. Finalmente, otro mercado en el que se ha observado un repunte es el de deuda corporativa de mediano y largo plazo, llegándose a colocar cerca de 33.3 miles de millones de pesos durante el primer semestre de 2006, a una tasa de interés promedio de 9.45 por ciento para las colocaciones en pesos.

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

	Flujo anual:		Saldo en segundo semestre de 2006		
	II trimestre 2005	2006	Var. real anual	% PIB	Estructura %
<b>Total Fuentes</b>	<b>7.0</b>	<b>7.9</b>	<b>9.6</b>	<b>69.1</b>	<b>100.0</b>
M4	6.2	7.2	12.2	50.2	72.7
Financiamiento externo	0.8	0.7	3.3	18.9	27.3
<b>Total Usos</b>	<b>7.0</b>	<b>7.9</b>	<b>9.6</b>	<b>69.1</b>	<b>100.0</b>
Reserva internacional <sup>1/</sup>	0.4	2.1	29.2	9.4	13.6
Sector público (SHRFSP) <sup>2/</sup>	2.0	0.6	2.2	34.9	50.5
Internos	1.9	0.0	1.7	22.9	33.2
Externos	0.1	0.6	3.1	12.0	17.3
Estados y municipios	0.2	0.1	1.6	1.4	2.0
Sector privado	2.8	3.1	10.5	26.7	38.6
Hogares	1.9	2.3	18.0	12.2	17.7
Consumo	1.0	1.3	42.5	3.9	5.7
Vivienda <sup>3/</sup>	0.9	1.0	9.1	8.3	12.0
Empresas	1.0	0.8	4.9	14.5	21.0
Crédito de intermediarios financieros <sup>4/</sup>	0.4	0.5	5.5	6.2	9.0
Emisión de instrumentos de deuda	-0.1	0.1	1.9	1.7	2.5
Externo	0.6	0.2	5.0	6.6	9.5
Otros conceptos	1.5	2.1	-16.4	-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. Incluye programas de reestructura.

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

<sup>1</sup> El crédito directo otorgado por la banca comercial a la vivienda incluye las compras de cartera a las Sofoles inmobiliarias.

## IV. Conclusiones

---

Aunque las perspectivas sobre la evolución de la economía mundial continúan siendo positivas, se ha incrementado la incertidumbre acerca de su trayectoria durante el resto del año y hacia 2007. En particular, ha aumentado el riesgo de una mayor desaceleración de la economía de los Estados Unidos inducida, en parte, por un enfriamiento en el mercado de bienes raíces. Por otra parte, la actividad económica en Europa y Japón continúa recuperándose, mientras que China, la India y otros países asiáticos mantienen una fuerte expansión.

La expansión de la economía mexicana ha alcanzado el mayor ritmo observado desde el año 2001. El crecimiento del primer semestre (5.1 por ciento) fue superior al esperado. El impulso provino de una evolución positiva de los distintos componentes de la demanda agregada. En la parte externa, destacó el aumento de las exportaciones de manufacturas, particularmente las correspondientes a la industria automotriz. En la interna, tanto el consumo privado como la inversión han mantenido un significativo dinamismo. En concordancia, el empleo continúa aumentando de manera importante, y la cuenta corriente de la balanza de pagos mostró un superávit en los primeros seis meses del año. Se anticipa que en 2006 la economía crecerá entre 4.0 y 4.5 por ciento. Para 2007 se prevé un menor ritmo de crecimiento, influenciado por la desaceleración económica que se espera en los Estados Unidos.

Durante el primer semestre del año, el entorno inflacionario en México fue favorable: la inflación subyacente se mantuvo cercana a 3 por ciento y la general, tal y como se había anticipado, mostró una tendencia decreciente.

No obstante, en los meses siguientes se espera que la inflación general anual muestre un repunte transitorio debido, principalmente, a las fluctuaciones que han venido registrando los precios de ciertos productos agropecuarios. A pesar de que la tendencia de la inflación se ha mantenido compatible con lo anticipado, es previsible que, dada la volatilidad referida, la inflación general anual se sitúe entre 3.5 y 4 por ciento hacia finales del año. La estimación para la inflación subyacente anual al cierre de 2006 se mantiene entre 3 y 3.5 por ciento. Para 2007 se anticipa que esta última registre niveles cercanos al 3 por ciento, y que la general retome una tendencia decreciente, cerrando en un nivel inferior a 3.5 por ciento. Conviene, por otra parte, reiterar que existen los siguientes riesgos:

- i. Las cotizaciones internacionales de los energéticos y de otras materias primas continúan altas y fluctuantes, aunque se han moderado recientemente.



- ii. Los precios de diversos bienes agropecuarios podrían continuar mostrando una elevada volatilidad.
- iii. En lo interno, se mantiene elevada la inflación de los servicios.
- iv. Las expectativas de inflación se sitúan todavía por encima de la meta de 3 por ciento.

Es importante recordar que también existen factores de riesgo que pudieran incidir principalmente sobre el crecimiento de la actividad productiva. En primer lugar, ha aumentado el riesgo de que la actividad económica de los Estados Unidos presente una mayor desaceleración a la anticipada. Esto debido al enfriamiento del mercado de bienes raíces y al efecto que esto pudiera tener sobre el consumo privado. En segundo lugar, un riesgo que continúa latente es el proveniente de los desequilibrios globales. De hecho, el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos se mantiene muy elevado. No obstante, diversos analistas continúan asignando únicamente una reducida probabilidad de ocurrencia a un escenario en donde pudiera presentarse una corrección abrupta de esta situación.

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

\* \* \*

Las recientes presiones no anticipadas sobre algunos precios se estima que son de carácter temporal y, por lo tanto, no se espera que se traspasen a las expectativas de inflación correspondientes a 2007 y hacia adelante. La Junta de Gobierno del Banco de México permanecerá atenta a que dichas expectativas continúen bien ancladas y reitera su intención de propiciar la convergencia de la inflación hacia su meta.