

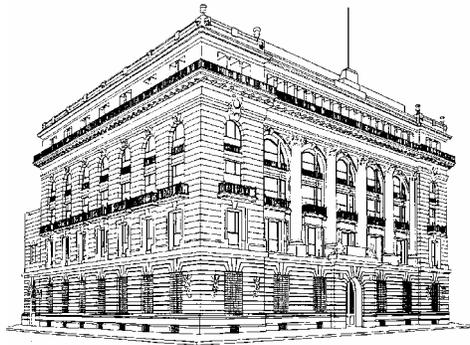
Informe sobre la Inflación

Octubre – Diciembre 2005

y

Programa Monetario

para 2006



BANCO DE MEXICO

ENERO, 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 enero de 2006. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

Informe sobre la Inflación Octubre-Diciembre 2005

1. Introducción.....	1
2. Evolución Reciente de la Inflación.....	3
2.1. La Inflación en el Cuarto Trimestre de 2005	5
2.2. Índice Nacional de Precios Productor	6
3. Principales Determinantes de la Inflación.....	7
3.1. Entorno Externo	7
3.1.1. Actividad Económica Global	7
3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación.....	8
3.1.3. Mercados Financieros.....	10
3.1.4. Perspectivas	11
3.2. Demanda y Oferta Agregadas.....	12
3.2.1. Indicadores de Demanda y Oferta Agregadas.....	12
3.2.2. Empleo.....	16
3.2.3. Sector Externo	18
3.3. Costos y Precios	21
3.3.1 Salarios y Costo Unitario de la Mano de Obra.....	21
3.3.2 Bienes y Servicios Administrados y Concertados.....	22
3.3.3 Metales y Materias Primas Alimenticias.....	24
3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios.....	25
3.4.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales	25
3.4.2. Agregados Monetarios y Financiamiento.....	26
4. La Política Monetaria durante el Cuarto Trimestre de 2005.....	30
5. Balance de Riesgos y Conclusiones	33

Programa Monetario para 2006

Programa Monetario para 2006	36
1. Objetivo del Programa Monetario.....	36
2. Decisiones de Política Monetaria	36
3. Instrumentación de la Política Monetaria	37
4. Política de Comunicación con el Público.....	38

1. Introducción

Durante 2005 la actividad económica mundial mostró una evolución favorable y sus perspectivas continúan siendo propicias. En cuanto a la economía de los Estados Unidos, se prevé que ésta continúe expandiéndose significativamente y a un ritmo cercano a su potencial. El vigor con el que ha crecido la economía mundial, y en particular el de algunas economías asiáticas que en sus procesos productivos hacen un uso intensivo de diversos energéticos, aunado a las restricciones para incrementar la oferta de estos productos, dio lugar a que en el 2005 se registraran incrementos significativos en sus precios. A este resultado también contribuyeron diversas perturbaciones climáticas que afectaron el suministro de algunos energéticos en la segunda mitad del año.

Si bien los incrementos en los precios del crudo han sido una fuente de presiones inflacionarias a nivel global, en general los efectos de dichas presiones han sido acotados, al tiempo que los indicadores de inflación subyacente se han mantenido en niveles moderados. Ello ha permitido contener las expectativas de inflación de largo plazo.

Los mercados financieros internacionales continúan mostrando condiciones de holgura. En este contexto, los diferenciales de tasas de interés para algunos emisores soberanos de países emergentes registraron niveles mínimos históricos durante el último trimestre del 2005. Así, las condiciones prevalecientes en los mercados financieros internacionales han contribuido a la apreciación de activos y divisas en los mercados emergentes.

Los indicadores más recientes permiten anticipar que en 2005 el crecimiento de la economía mexicana fue de alrededor de 3 por ciento, cifra inferior a la registrada el año previo. Ello se debe a un menor ritmo de expansión de la demanda agregada, que reflejó en mayor medida una desaceleración de la demanda externa. En particular, las exportaciones manufactureras se han visto afectadas tanto por el menor dinamismo de la actividad industrial en los Estados Unidos, como por la pérdida de competitividad de nuestros productos. No obstante, es importante mencionar que en los últimos meses se ha presentado un repunte en la producción y exportación automotriz, resultado del inicio del ciclo productivo de nuevos modelos de algunas armadoras ubicadas en el país. Para 2006, se espera que el PIB muestre un crecimiento real de entre 3.2 y 3.7 por ciento.

La inflación general se redujo sustancialmente a lo largo de 2005, situándose en 3.33 por ciento en diciembre. Ello refleja, en gran medida, tanto la reversión de las perturbaciones de oferta que afectaron a la economía en 2004, como los efectos de las acciones adoptadas en materia de política monetaria. En adición a lo anterior, un comportamiento atípico de los precios de algunas frutas y verduras contribuyó a la rápida reducción de la inflación en los últimos meses de 2005. Asimismo, debe enfatizarse que la inflación subyacente, que representa de mejor manera la tendencia de mediano plazo de la inflación general, mostró un descenso apreciable, alcanzando una variación anual de 3.12 por ciento al cierre de 2005. Estos resultados han dado lugar a una reducción en las expectativas de inflación para todos sus plazos.

Para 2006 se espera que en los primeros meses la inflación general se incremente a niveles cercanos al 4 por ciento, como reflejo de la inherente volatilidad del subíndice de precios de las frutas y verduras, si bien es previsible que se sitúe entre 3 y 3.5 por ciento hacia diciembre de ese año. Por su parte, se estima que la inflación subyacente se mantendrá en niveles cercanos al 3 por ciento a lo largo de todo 2006.

A pesar de que, en general, las condiciones externas e internas que enfrenta nuestra economía son favorables, las previsiones para la inflación y el crecimiento referidas anteriormente no están exentas de riesgos. Entre éstos destacan los altos precios de los energéticos, el elevado déficit en las cuentas externas de los Estados Unidos, diversos riesgos de carácter geopolítico e, inclusive, la posibilidad de que se genere cierta incertidumbre en torno a las elecciones federales de mediados de año.

En suma, la confluencia de una clara mejoría en el panorama inflacionario de nuestro país y un entorno financiero global que ha sido y continúa perfilándose como benigno, ha generado condiciones propicias para que la Junta de Gobierno del Banco de México haya comenzado a revertir parte de la postura de mayor astringencia monetaria adoptada durante 2004 y el primer semestre de 2005.

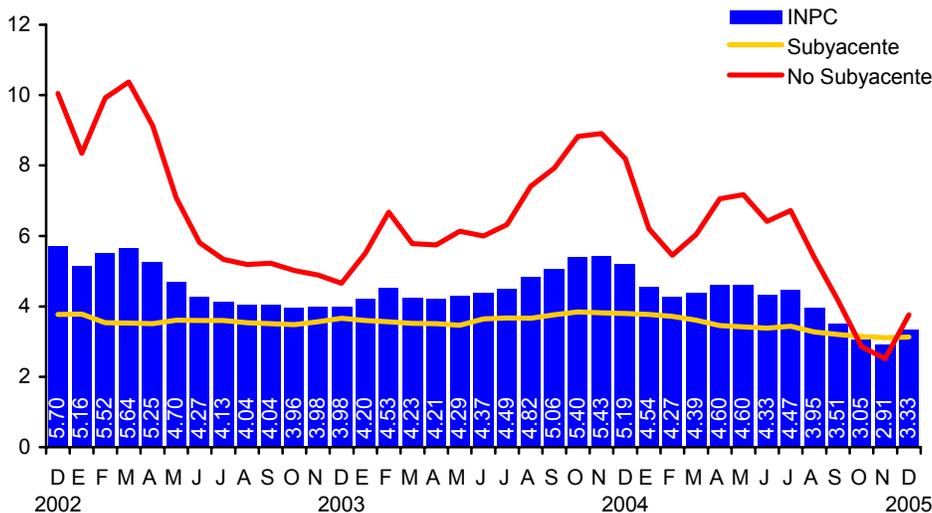
La menor restricción monetaria es congruente con la reducción de la inflación y sus expectativas. Sin embargo, a pesar de que se han registrado avances importantes en materia de reducción de la inflación, sus expectativas aún se sitúan por arriba del objetivo de 3 por ciento establecido por el Banco de México. En este contexto, la política monetaria continuará dirigiéndose a propiciar la convergencia de la inflación hacia su meta.

2. Evolución Reciente de la Inflación

Durante 2005 el comportamiento de la inflación reflejó, principalmente, los efectos de dos factores: primero, la reversión de los múltiples choques de oferta que afectaron a la economía durante 2004 y, segundo, las acciones de política monetaria que se adoptaron. Éstas estuvieron orientadas a evitar que los referidos choques contaminaran el proceso de formación de precios, así como a propiciar condiciones favorables para una reducción de la inflación subyacente.

En particular, en 2005 la inflación general anual presentó una trayectoria convergente con el objetivo de 3 por ciento y, a partir de agosto, se situó en el interior del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual que se determinó alrededor de dicho objetivo. Así, en diciembre el indicador referido se ubicó en 3.33 por ciento, lo que implicó una reducción de 1.86 puntos porcentuales respecto del nivel que registró en el mismo mes del año previo (Gráfica 1). El comportamiento de la inflación general estuvo influenciado en gran parte por el componente no subyacente. Asimismo, la inflación subyacente presentó un descenso apreciable (Cuadro 1).

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



Durante 2005 la tasa de crecimiento anual del índice de precios no subyacente mostró una tendencia decreciente, disminuyendo al cierre 4.44 puntos porcentuales respecto del nivel que alcanzó en igual fecha del año anterior, al pasar de 8.20 a 3.76 por ciento. Este resultado fue determinado, en gran medida, por reducciones significativas en las tasas de aumento de los precios de los productos agropecuarios y de los bienes y servicios concertados, así como por un traspaso relativamente acotado del alza en los precios internacionales de los energéticos a sus contrapartes del mercado interno. Asimismo, la inflación anual no subyacente registró amplias fluctuaciones durante 2005, siendo el grupo más volátil de dicho índice el de las frutas y verduras (Gráfica 2 y Cuadro 1).

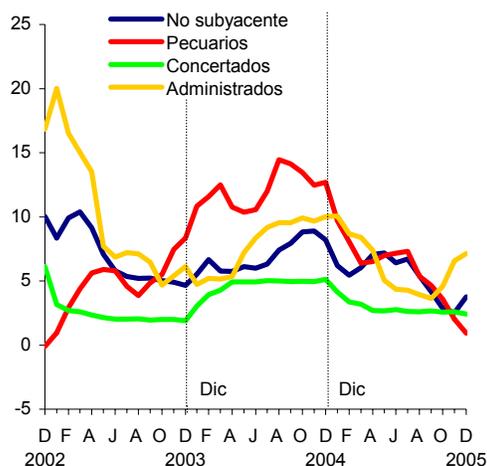
Cuadro 1
Componentes del Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento

	Dic-2004 (a)	Sep-2005 (b)	Oct-2005 (c)	Nov-2005 (d)	Dic-2005 (e)
INPC	5.19	3.51	3.05	2.91	3.33
Subyacente	3.80	3.20	3.14	3.11	3.12
Mercancías	3.87	3.05	2.91	2.84	2.82
Alimentos	7.04	4.53	4.18	3.97	3.69
Resto de mercancías	1.69	1.99	2.00	2.02	2.19
Servicios	3.72	3.37	3.40	3.41	3.46
Vivienda	3.70	2.37	2.51	2.53	2.55
Resto de servicios	3.74	4.58	4.48	4.46	4.55
No Subyacente	8.20	4.17	2.85	2.52	3.76
Agropecuarios	10.11	4.53	-1.05	-4.31	-0.18
Frutas y Verduras	6.43	4.35	-7.75	-13.25	-1.86
Jitomate	23.24	-26.65	-51.40	-60.26	-23.18
Resto	2.51	11.75	6.51	3.39	4.12
Pecuarios	12.69	4.65	3.58	2.01	0.93
Administrados y Concertados	7.51	3.14	3.54	4.57	4.76
Administrados	10.02	3.65	4.58	6.57	7.13
Gasolina bajo octanaje	5.42	3.73	3.81	3.52	4.47
Gasolina alto octanaje	8.47	3.40	3.62	3.42	4.39
Electricidad	9.15	-4.48	-2.57	3.76	4.27
Gas doméstico	18.27	12.31	13.70	14.89	14.79
Concertados	5.13	2.68	2.58	2.60	2.43
Educación	7.50	6.65	6.64	6.64	6.63

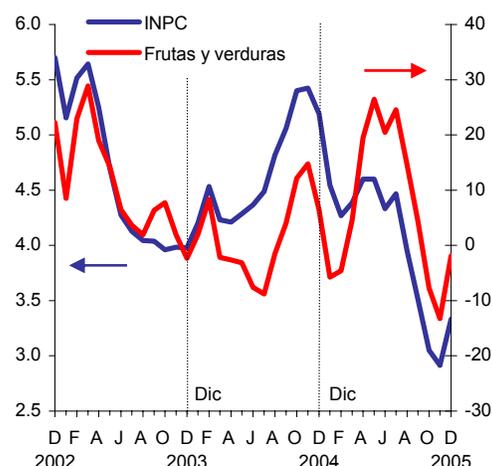
Gráfica 2

Índice de Precios No Subyacente y Componentes

a) No Subyacente y Componentes
 Variación anual en por ciento



b) INPC y Frutas y Verduras
 Variación anual en por ciento



Por su parte, la inflación subyacente mostró una reducción significativa, alcanzando al cierre del año una variación anual de 3.12 por ciento, 0.68 puntos porcentuales menos respecto de la cifra observada en diciembre de 2004. La trayectoria descendente de la inflación subyacente fue influida, en su mayor parte, por menores ritmos de crecimiento de los precios de los alimentos procesados, y de los servicios asociados a la vivienda (Gráfica 3).

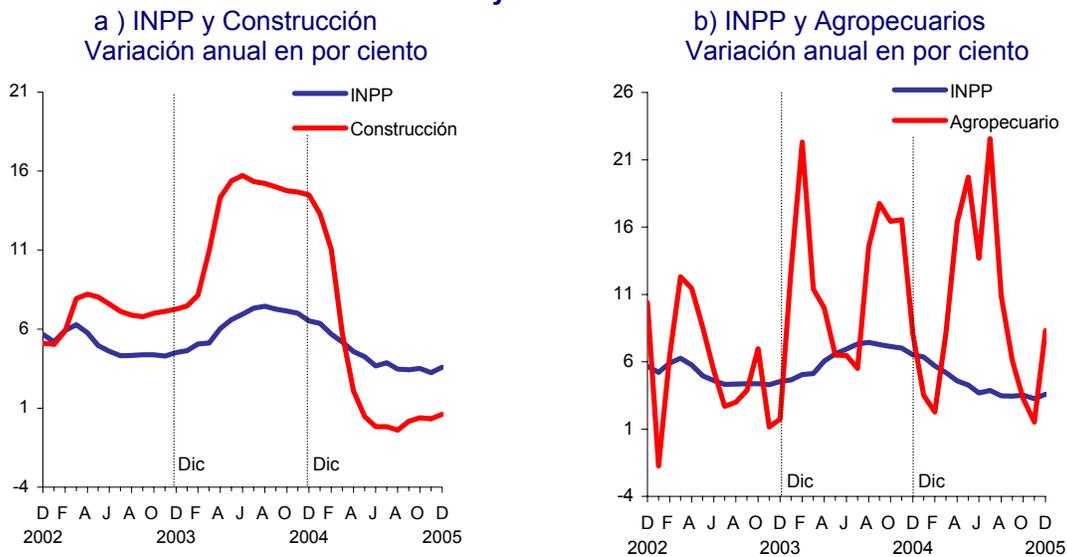
subyacente del INPC, destacando particularmente las fluctuaciones que registró la tasa de variación anual de las cotizaciones de las frutas y verduras. Dicha situación obedeció, en gran medida, a fenómenos climatológicos adversos que se presentaron durante el segundo semestre de 2004, los cuales dañaron un número reducido de hortalizas. Ello dio lugar a tasas de variación muy elevadas de las cotizaciones de la frutas y verduras en el último trimestre de 2004, afectando la base de comparación para el cálculo de la inflación anual en el mismo periodo de 2005. Como resultado de esta situación, el referido subíndice mostró variaciones anuales reducidas hacia finales del año. Por otra parte, durante el periodo que se analiza, el subíndice de precios administrados registró una contribución creciente sobre la inflación general, lo que fue consecuencia, principalmente, de una elevación en la tasa de variación anual de las tarifas eléctricas de alto consumo (Cuadro 1).

2.2. Índice Nacional de Precios Productor

Durante 2005, la inflación del Índice Nacional de Precios Productor (INPP), excluyendo petróleo, presentó una trayectoria descendente, ubicándose al cierre del año en 3.59 por ciento. La mayor reducción se observó en el primer semestre y estuvo influida por el menor ritmo de crecimiento del subíndice de la construcción (Gráfica 4a).

En octubre, noviembre y diciembre de 2005 la tasa de variación anual del INPP fue 3.51, 3.26 y 3.59 por ciento, respectivamente. El origen principal de las fluctuaciones que se observaron en este lapso fueron los cambios en la tasa correspondiente al grupo de los productos agropecuarios, fenómeno que también se observó en el INPC (Gráfica 4b).

Gráfica 4
Índice Nacional de Precios Productor Excluyendo Petróleo:
Mercancías y Servicios Finales



3. Principales Determinantes de la Inflación

3.1. Entorno Externo

La economía mundial continuó mostrando un crecimiento dinámico a finales de 2005, impulsado fundamentalmente por la expansión de la producción en los principales países industriales y en algunas economías emergentes, particularmente China. Si bien el descenso de los precios del petróleo en los últimos meses de 2005 se tradujo en caídas en las tasas de inflación en varias economías, el riesgo de presiones inflacionarias siguió constituyendo un motivo de preocupación para las autoridades de diversos países. En este contexto, el Banco de la Reserva Federal mantuvo su política de incrementos graduales en la tasa de fondos federales; por su parte, el Banco Central Europeo aumentó en diciembre sus tasas de política por primera vez en cinco años. A pesar de las mayores tasas de interés de corto plazo, las condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales para los países emergentes continuaron siendo muy favorables.

3.1.1. Actividad Económica Global

La actividad económica global se mantuvo vigorosa durante los últimos meses de 2005. En algunas regiones, como la zona del euro y Japón, se registró un repunte en el ritmo de crecimiento desde principios del segundo semestre, observándose además una mejora en sus perspectivas. Asimismo, el fortalecimiento de la producción en estas economías permitió una ampliación de las fuentes de expansión económica mundial.

En los Estados Unidos, el PIB en el tercer trimestre se expandió 4.1 por ciento a tasa trimestral anualizada (3.6 por ciento a tasa anual), superando las expectativas a pesar de los daños causados por los huracanes que impactaron la costa del Golfo de México. Sin embargo, en el cuarto trimestre el crecimiento del PIB registró una moderación significativa, al incrementarse a una tasa trimestral anualizada de 1.1 por ciento (3.1 por ciento a tasa anual). Lo anterior parece estar asociado en buena medida a factores transitorios, incluyendo un efecto rezagado de los huracanes. Cabe destacar, por su importancia para México, que la producción industrial se recuperó en el periodo octubre-diciembre, luego de la caída observada en septiembre, como resultado de los huracanes y de la huelga en una importante empresa de aeronáutica. Así, en el año, la actividad industrial creció 3.1 por ciento con respecto a 2004, ritmo cercano al promedio histórico.

En la zona del euro, la actividad económica repuntó durante el tercer trimestre, al crecer el PIB 2.6 por ciento a tasa trimestral anualizada (1.5 por ciento a tasa anual). La mejoría se explica tanto por el fortalecimiento del sector externo, como por el crecimiento de la demanda interna, en particular de la inversión. La información reciente sugiere que la actividad económica continuó mostrando dinamismo durante el cuarto trimestre de 2005, en parte reflejando el vigor de la demanda global. En Japón, el PIB creció menos de lo esperado (1.0 por ciento a tasa trimestral anualizada) durante el periodo julio-septiembre, si bien esto obedeció a una menor contribución de los inventarios, ya que la expansión tanto del consumo de las familias, como de la inversión privada, se mantuvo

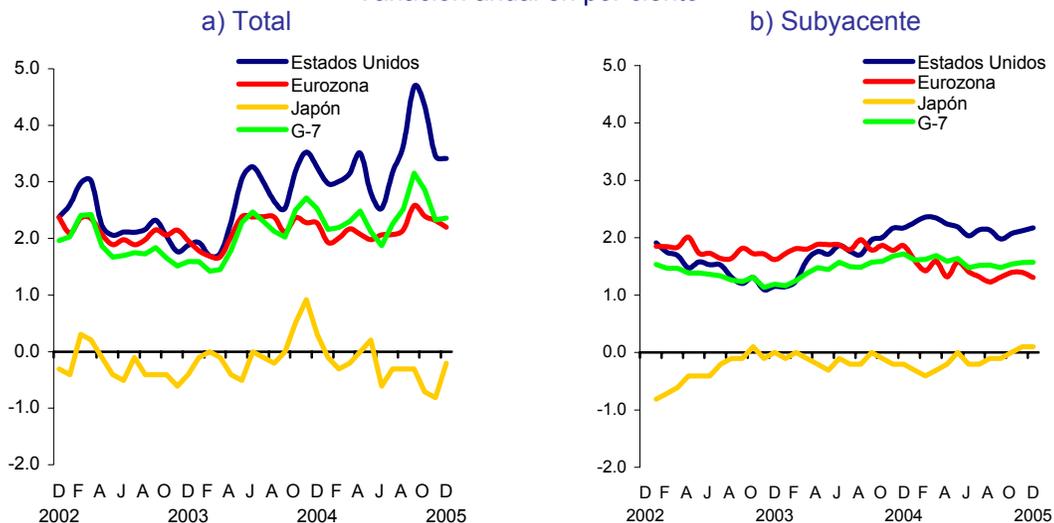
sólida. En cuanto al cuarto trimestre, la información disponible sugiere un repunte en el ritmo de crecimiento del PIB.

También los países de Asia emergente mostraron un crecimiento económico sólido durante la segunda mitad de 2005. En China, el PIB creció 9.9 por ciento a tasa anual en el cuarto trimestre (luego de registrar un incremento de 9.8 por ciento en el tercero), en buena medida impulsado por el desempeño de las exportaciones y la inversión. En cuanto a América Latina, si bien la actividad económica continuó mostrando dinamismo, el ritmo de crecimiento se moderó en relación con el observado el año previo, destacando el caso de Brasil.

3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación

En diversos países se observó una moderación de la inflación en los últimos meses de 2005 (Gráfica 5). Además, tanto la inflación subyacente, como las expectativas de inflación de largo plazo, se mantuvieron en general en niveles bajos. Tampoco se observaron, en las principales economías, presiones significativas provenientes de la evolución de los salarios. De esta forma, el incremento de los precios del petróleo durante los primeros nueve meses del año no parece haber generado efectos de segundo orden que pudieran haber afectado de manera más prolongada a la inflación.

Gráfica 5
Índices de Precios al Consumidor^{1/}
Variación anual en por ciento



Fuente: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Statistics Bureau, Statistics Canada y National Statistics.
1/ Series sin ajuste estacional

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

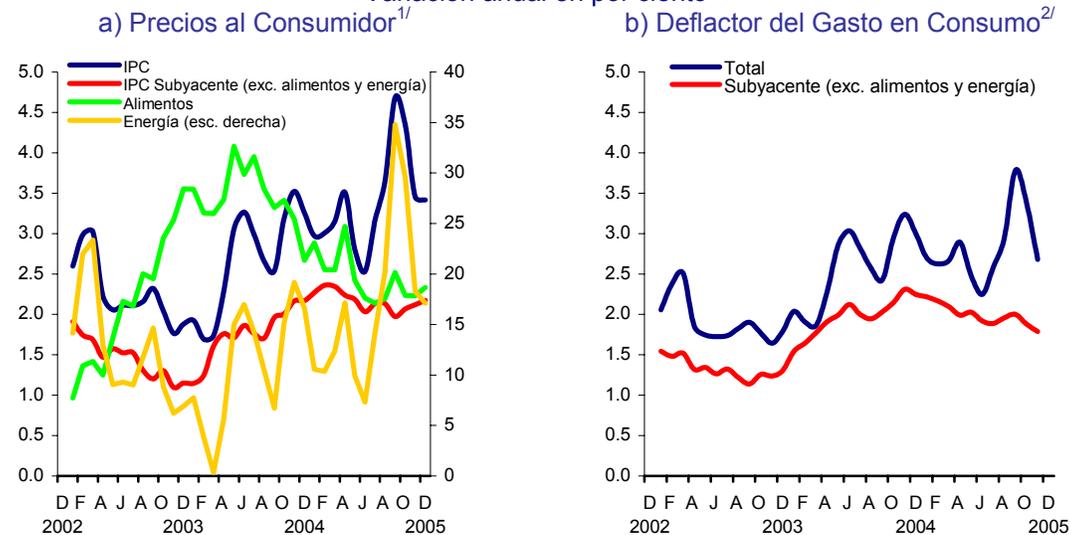
La trayectoria descendente de la inflación global durante el cuarto trimestre estuvo determinada fundamentalmente por el comportamiento de los precios del petróleo. Después de mostrar una tendencia alcista a lo largo de 2005 y alcanzar máximos históricos durante el tercer trimestre, los precios internacionales del crudo retrocedieron en promedio durante el periodo octubre-diciembre, aunque mostrando altibajos a lo largo de este lapso. Ello reflejó la gradual disipación del impacto de los huracanes en el Golfo de México, la moderación en el crecimiento de la demanda de crudo y una mejoría en los

niveles de abastecimiento. El precio del WTI promedió 60 dólares por barril durante el trimestre, es decir, 3.4 dólares por debajo del registrado en el trimestre anterior. Cabe hacer notar que la persistencia de restricciones a la ampliación de la capacidad de producción, la reactivación esperada de la demanda y la presencia de factores especulativos, hacen previsible que los precios del crudo se mantengan elevados en los próximos meses.

Durante el último trimestre los precios de algunos productos primarios no petroleros aumentaron significativamente, como en el caso de algunos metales. Sin embargo, las cotizaciones de otros, como los alimentos y bebidas, disminuyeron durante el periodo octubre-diciembre. En su conjunto, los precios de los productos primarios, incluyendo el petróleo, registraron una caída durante el periodo analizado.

En este contexto, la inflación general en los Estados Unidos se moderó en el cuarto trimestre. Así, la inflación anual al consumidor se redujo de 4.7 por ciento en septiembre, a 3.4 por ciento en diciembre (Gráfica 6). De manera similar, la variación anual del deflactor del consumo pasó de 3.8 por ciento en septiembre, a 2.7 por ciento en noviembre. Los índices de inflación subyacente registraron cifras más reducidas, fluctuando en torno a 2 por ciento durante la segunda parte del año. Asimismo, las expectativas de inflación de largo plazo se mantuvieron alrededor de 2.5 por ciento, cifra hacia la cual se espera converja la inflación general una vez que los efectos de la elevación de los precios de la energía se desvanezcan.

Gráfica 6
EUA: Índices de Precios
Variación anual en por ciento



Fuente: BLS
1/Series sin ajuste estacional.

Fuente: BLS
2/ Series con ajuste estacional.

Cabe hacer notar que la mayor presión sobre la inflación subyacente en Estados Unidos históricamente proviene del componente de los precios de servicios.² Esta característica se ha acentuado en los últimos años, debido a que el componente subyacente de mercancías, que excluye alimentos y energía, ha

² Esto debido a que tanto su ponderación (71 por ciento de la inflación subyacente total), como su tasa promedio de inflación histórica, son más elevadas que las correspondientes a las mercancías.

tenido variaciones anuales muy bajas que actualmente se encuentran cercanas a cero. Los reducidos incrementos de este componente reflejan, en buena medida, el elevado ritmo de crecimiento de la productividad en el sector manufacturero y la mayor competencia internacional en dichos productos.

En la zona del euro también se observó una paulatina disminución de las presiones inflacionarias a lo largo del cuarto trimestre. La variación anual de los precios al consumidor se redujo de 2.6 por ciento en septiembre, a 2.2 por ciento en diciembre, cifra aún por encima del valor de referencia del Banco Central Europeo. En Japón se observaron indicios del fin del proceso deflacionario: la inflación subyacente registró en noviembre y diciembre una variación anual positiva (0.1 por ciento en ambos meses), misma que no se había observado en más de dos años, si bien este resultado puede estar sesgado al alza por el aumento de los precios de la energía. Entre las economías emergentes, destaca el reducido ritmo de crecimiento de los precios en China (1.6 por ciento a tasa anual en diciembre) y el repunte de la inflación hacia finales del año en algunos países de América Latina, especialmente en Argentina.

Cabe hacer notar que algunos bancos centrales han mostrado preocupación de que, en un contexto de crecimiento sólido, se acrecienten las presiones de demanda sobre la inflación. Los riesgos a este respecto varían de un país a otro. Así, mientras que en algunas economías, como las de la zona del euro y Japón, existen márgenes importantes de capacidad no utilizada, en otros casos, especialmente Estados Unidos, las autoridades han señalado recientemente que la mayor utilización de recursos podría dar lugar a un incremento de las presiones inflacionarias.

3.1.3. Mercados Financieros

A pesar de la moderación general de la inflación en el cuarto trimestre en relación con el tercero, algunos de los principales bancos centrales del orbe continuaron manifestando preocupación por los posibles riesgos al alza para la inflación.

El Banco de la Reserva Federal aumentó su objetivo para la tasa de fondos federales en un cuarto de punto porcentual en cada una de las dos reuniones del Comité de Operaciones de Mercado Abierto llevadas a cabo en el trimestre. Así, dicha tasa se ubicó en 4.25 por ciento en diciembre, el nivel más alto desde mayo de 2001. En su último comunicado del año, el Comité destacó que si bien la inflación subyacente se ha mantenido relativamente baja y las expectativas de inflación de largo plazo están contenidas, el posible incremento en la utilización de recursos y los elevados precios de la energía podrían generar presiones inflacionarias. El Comité consideró que es probable que se requieran medidas adicionales de política para mantener equilibrados los riesgos vinculados al logro de un crecimiento económico sostenido, por una parte, y al de la estabilidad de precios, por la otra. Al mismo tiempo, se suprimió la referencia incluida en ocasiones anteriores a la eliminación del estímulo monetario a un ritmo mesurado, enfatizándose en esta ocasión que las decisiones futuras serían determinadas por los cambios en las perspectivas económicas. Esto fue interpretado por los mercados como señal de que el proceso de incrementos a la tasa de fondos federales llegará a su etapa final próximamente. Así, la curva de futuros para la tasa de fondos federales actualmente sugiere que la Reserva Federal continuará aumentando su tasa objetivo durante el primer semestre de 2006, si bien a un ritmo menor que en 2005.

En la zona del euro, la persistencia de riesgos inflacionarios vinculados principalmente con la trayectoria de los precios del petróleo y sus efectos potenciales, motivó que el Banco Central Europeo decretara en diciembre un incremento de 25 puntos base en sus tasas de política. Ello representó la primera modificación de dichas tasas en más de dos años y el primer incremento en más de cinco. En Japón, diversos analistas anticipan el fin del proceso deflacionario durante el curso de 2006 y, como consecuencia, la revisión de la postura de política monetaria por parte del Banco de Japón.

A pesar del aumento reciente de las tasas de interés de corto plazo en las economías industrializadas, en general las tasas de largo plazo se mantuvieron en niveles reducidos. Así, por ejemplo, la tasa de interés del bono del Tesoro estadounidense a diez años se ubicó al cierre del trimestre en 4.35 por ciento. Si bien las causas de este fenómeno son complejas, cabe hacer notar que, en general, el diferencial entre las tasas de largo plazo y las de corto plazo tiende a reducirse en etapas altas del ciclo económico que conducen a un apretamiento de la política monetaria.³ Durante 2005, el diferencial promedió 1.05 puntos porcentuales y llegó a 30 puntos base en diciembre, su nivel más bajo desde principios de 2001.

La abundante liquidez y la preferencia por mayor riesgo en los mercados financieros continuaron favoreciendo a los países emergentes. Lo anterior se combinó con una disminución de las necesidades de financiamiento externo de muchos de ellos, contribuyendo a la reducción de sus márgenes soberanos de riesgo (EMBI Global). Éstos alcanzaron un mínimo histórico en noviembre de 2005, a pesar del aumento de las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos.⁴ Diversos países emergentes aprovecharon este entorno favorable para disminuir la participación de su deuda en moneda extranjera, alargar la madurez promedio de sus pasivos y cubrir sus necesidades de financiamiento externo para 2006. Así, el financiamiento bruto a estos países a través de bonos, préstamos y acciones alcanzó niveles récord durante 2005.

En los mercados cambiarios se observó en el trimestre una apreciación del dólar estadounidense en relación con las principales monedas, a pesar de la ampliación del déficit comercial en ese país. El índice del tipo de cambio nominal efectivo del dólar frente a las principales monedas se apreció 2.0 por ciento durante el periodo octubre-diciembre y 8.4 por ciento en el año. Por otra parte, las principales bolsas registraron un desempeño positivo en el trimestre, sobre todo a partir de noviembre, al reducirse la incertidumbre en el mercado petrolero. A diferencia de lo observado en otras economías industriales, el mercado de valores estadounidense mostró un avance modesto.

3.1.4. Perspectivas

En general, los analistas mantienen un panorama optimista para el desempeño de la economía mundial en 2006. En el caso de los Estados Unidos, las principales corredurías esperan que el ritmo de crecimiento del PIB se

³ De hecho, el diferencial entre las tasas a 10 años y algunas de las de plazos menores ha registrado recientemente en Estados Unidos cifras negativas. En el pasado, la inversión de la curva de rendimiento ha sido considerada como un indicador anticipado de una recesión. Sin embargo, la mayoría de los analistas considera, por diversas razones, que sería erróneo establecer un vínculo de esa naturaleza en esta ocasión.

⁴ El índice EMBI registró un nuevo mínimo histórico a principios de 2006.

desacelere ligeramente, de 3.5 por ciento en 2005, a 3.4 por ciento en 2006. Por otra parte, se espera que la recuperación del sector industrial continúe en los próximos meses, estimándose que la tasa de crecimiento del sector en 2006 será de 3.4 por ciento. Se espera que este desempeño favorable de la actividad económica vaya acompañado de menores presiones inflacionarias. Así, los analistas estiman una disminución de la inflación al consumidor promedio para el año, de 3.4 por ciento en 2005, a 2.8 por ciento en 2006.

El menor crecimiento proyectado para los Estados Unidos, la mejora en las perspectivas económicas para la zona del euro y Japón, y la trayectoria prevista para la actividad económica en China, permiten suponer que durante 2006 se mantenga la tendencia reciente hacia una mayor diversificación de las fuentes de crecimiento económico mundial. En la zona del euro se espera una aceleración del crecimiento del PIB (a 1.9 por ciento en el año) y los analistas anticipan una expansión dinámica de la actividad económica en Japón durante 2006 (2.2 por ciento). Al mismo tiempo, se espera que la economía china disminuya su ritmo de crecimiento, de 9.9 por ciento en 2005, a 8.7 por ciento este año. En general, los analistas consideran que este escenario será acompañado de una inflación moderada. Mientras que para la zona del euro se proyecta una tasa de inflación estable alrededor de 2 por ciento, en Japón se prevé un crecimiento de los precios ligeramente positivo y un alza moderada en el caso de China.

Los riesgos a este escenario que han venido siendo destacados por analistas y organismos internacionales continúan vigentes. Cabe señalar, en particular, aquéllos asociados a los desequilibrios externos. Los pronósticos muestran que el déficit de cuenta corriente en los Estados Unidos como proporción del PIB se mantendrá elevado durante 2006. Si bien la demanda de activos norteamericanos por parte del resto del mundo ha proporcionado hasta ahora el flujo de capitales necesario para financiar dicho déficit, la posibilidad de una corrección importante no puede ser descartada. Por otra parte, se mantienen vigentes los riesgos asociados a los elevados precios de los activos inmobiliarios en los Estados Unidos, cuya corrección podría afectar adversamente tanto la inversión residencial, como el gasto en consumo. Asimismo, a pesar de que el impacto del aumento de los precios del petróleo sobre el crecimiento y la inflación subyacente a nivel global ha sido reducido hasta ahora, los riesgos vinculados a un nuevo repunte de dichos precios no deben soslayarse, particularmente en un contexto de márgenes estrechos de capacidad ociosa en el mercado petrolero, elevada demanda de crudo y tensiones geopolíticas.

3.2. Demanda y Oferta Agregadas

3.2.1. Indicadores de Demanda y Oferta Agregadas

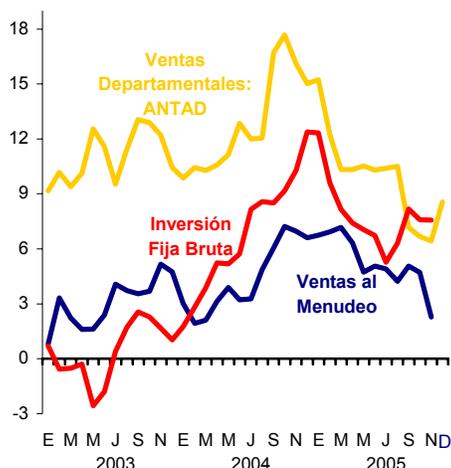
Durante 2005 la demanda agregada, al igual que el PIB, registró menores crecimientos que los que había observado en 2004. En general, en 2005 la evolución de la demanda agregada se caracterizó por: i) una expansión del gasto de consumo ligeramente inferior que la de 2004; ii) el crecimiento de la inversión fue cercano al observado el año precedente, pero en sus componentes se atenuó el de la inversión privada y se acrecentó el de la efectuada por el sector público; y, iii) una desaceleración en el conjunto del año de las exportaciones de bienes y servicios, si bien éstas mostraron un repunte en los últimos meses del año. Cabe señalar que en 2005, como ocurrió en 2004, el

desempeño del gasto interno y de la actividad económica fueron favorecidos por alzas importantes del saldo superavitario de la balanza de productos petroleros y del ingreso por remesas familiares. La importancia de estas últimas en el gasto de consumo privado se confirma al considerar que su monto fue equivalente en el año a una tercera parte de la masa salarial en el sector formal de la economía y, en algunas entidades del país, superaron a dicha masa salarial.

Los indicadores de demanda agregada muestran que su evolución en el cuarto trimestre del año pasado se caracterizó por lo siguiente: a) incrementos a tasa anual de los indicadores de gasto de consumo privado menores a los registrados en los primeros tres trimestres del año (Gráfica 7);⁵ b) un crecimiento anual de la inversión cercano al observado en los primeros nueve meses del año;⁶ y c) un mayor dinamismo de las exportaciones no petroleras, que reflejó una mejoría de la demanda externa. Tal avance comprendió a los distintos sectores de la exportación, pero sobresalió el repunte de las efectuadas por la industria automotriz terminal.

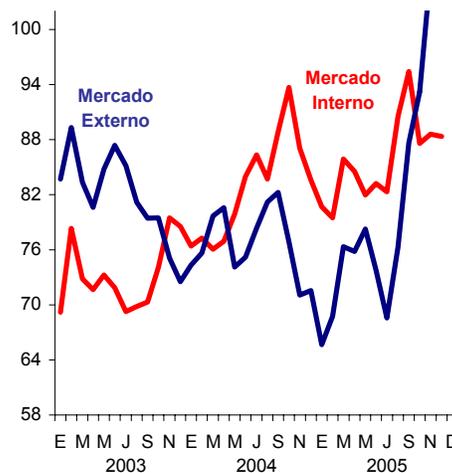
Gráfica 7
Indicadores de Demanda Interna y Producción

a) Demanda Interna
Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados y promedio móvil de dos meses



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

b) Producción de Vehículos para los Mercados Interno y Externo
Octubre de 2000=100 y promedio móvil de dos meses de datos desestacionalizados



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

En el comportamiento de la oferta agregada en 2005 destaca una moderación del crecimiento del PIB con relación al registrado en 2004 y su

⁵ En los indicadores de consumo privado destaca que en el cuarto trimestre de 2005 las ventas de la ANTAD mostraron un crecimiento anual de 8.5 por ciento, mientras que en los primeros tres trimestres de ese año y en 2004 éste había resultado de 9.1 y 9.6 por ciento, respectivamente. Asimismo, en el cuarto trimestre de 2005 las ventas de vehículos al menudeo prácticamente se mantuvieron sin cambio a tasa anual, mientras que en los primeros nueve meses del año su crecimiento había sido de 4.7 por ciento (12.1 por ciento en 2004).

⁶ En cuanto a los indicadores de inversión se estima que en el bimestre octubre-noviembre de 2005 el crecimiento a tasa anual de dicho gasto haya resultado de 8 por ciento, mientras que en los primeros tres trimestres de ese año había sido de 7.3 por ciento. Por otra parte, en el cuarto trimestre las importaciones de bienes de capital, medidas en dólares corrientes, observaron un incremento anual de 14.6 por ciento (16.6 por ciento en los primeros tres trimestres).

evolución desigual a lo largo del año. Ello considerando que en el primer semestre el producto mostró una desaceleración anual significativa con relación al crecimiento anual observado en 2004 y, especialmente, frente al alcanzado en la segunda mitad de ese año. Tal desaceleración respondió en mayor parte a una moderación de la demanda externa. Ahora bien, en la segunda mitad de 2005, se presentó una reactivación económica, que fue notoria en las variaciones trimestrales del PIB con datos desestacionalizados. Dicha evolución fue influida por una cierta mejoría de la demanda externa.

Otro aspecto que caracterizó a la evolución del PIB en 2005 es que su crecimiento no fue balanceado entre sectores. Así, el sector servicios mostró una expansión significativa, el agropecuario una fuerte volatilidad, mientras que el desempeño del sector industrial fue modesto, particularmente el de su componente de producción manufacturera (Gráfica 8).⁷ No obstante, esta última actividad registró una mejoría a tasa anual en el cuarto trimestre del año. En este contexto, cabe señalar que la reducida expansión del sector manufacturero en 2005 siguió reflejando la falta de avances significativos en la instrumentación de las reformas estructurales todavía pendientes. Ello continuó afectando la competitividad del país y, consecuentemente, desalentando a la actividad económica. Un aspecto de la menor competitividad es, como se comenta más adelante en la sección de sector externo, que en 2005 los productos mexicanos de nuevo perdieron participación en el mercado de Estados Unidos, el cual constituye el principal destino de la exportación de México.

La actividad económica en el cuarto trimestre fue afectada por los huracanes Stan y Wilma que aquejaron a la región sureste del país en el mes de octubre. El huracán Stan impactó principalmente a los estados de Veracruz, Chiapas y Oaxaca, generando daños en el sector agropecuario, la vivienda y en las vías de comunicación; en tanto que el huracán Wilma afectó al estado de Quintana Roo, impactando al turismo y, en menor medida, al comercio y el transporte.⁸ Las estimaciones sobre el efecto de los huracanes en el crecimiento del producto del cuarto trimestre indican que éste fue relativamente reducido. En el caso de Quintana Roo, el impacto adverso fue parcialmente compensado tanto por el gasto asociado al esfuerzo inicial de reconstrucción, como por una sustitución de parte de los flujos de turismo de Cancún y Cozumel por otros centros de playa en el país.

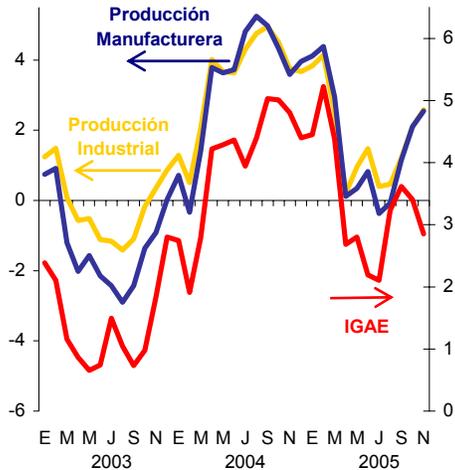
La evolución descrita, así como un amplia gama de indicadores de la actividad económica, permiten estimar que el crecimiento del producto en el cuarto trimestre de 2005 haya resultado cercano al observado en el tercer trimestre y que, con datos ajustados por efectos estacionales, haya mostrado un nuevo avance a tasa trimestral. Este se adicionaría al repunte significativo ya registrado en el tercero e implicaría que en 2005 el crecimiento del producto habría resultado de aproximadamente 3 por ciento (4.4 por ciento en 2004).

⁷ En el bimestre octubre-noviembre, la producción industrial y la manufacturera registraron crecimientos anuales de 2.7 por ciento, mientras que en los primeros tres trimestres del año las respectivas tasas anuales habían sido de 1.1 y 0.9 por ciento. No obstante esa mejoría, al mes de noviembre de 2005 la producción industrial medida con datos desestacionalizados apenas superó en 1.6 por ciento al nivel máximo que había alcanzado en julio de 2000.

⁸ La producción del sector agropecuario registró una contracción anual en el cuarto trimestre de 2005 que respondió principalmente a la sequía que afectó a los estados del Centro y Norte del país, especialmente a los de Chihuahua, Durango, Zacatecas, Guanajuato y Puebla. A lo anterior se sumaron los referidos efectos del huracán Stan.

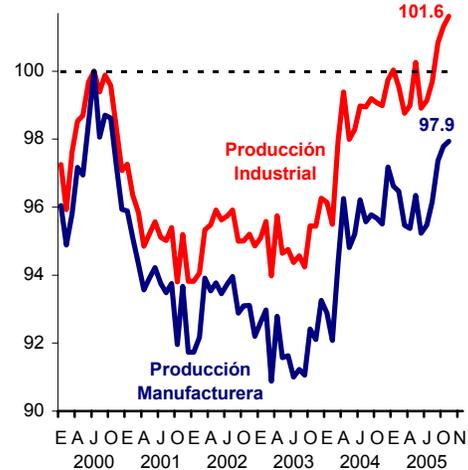
Gráfica 8
Indicadores de Producción

a) Producción
Variaciones anuales en por ciento de datos
desestacionalizados y promedio móvil de dos
meses



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

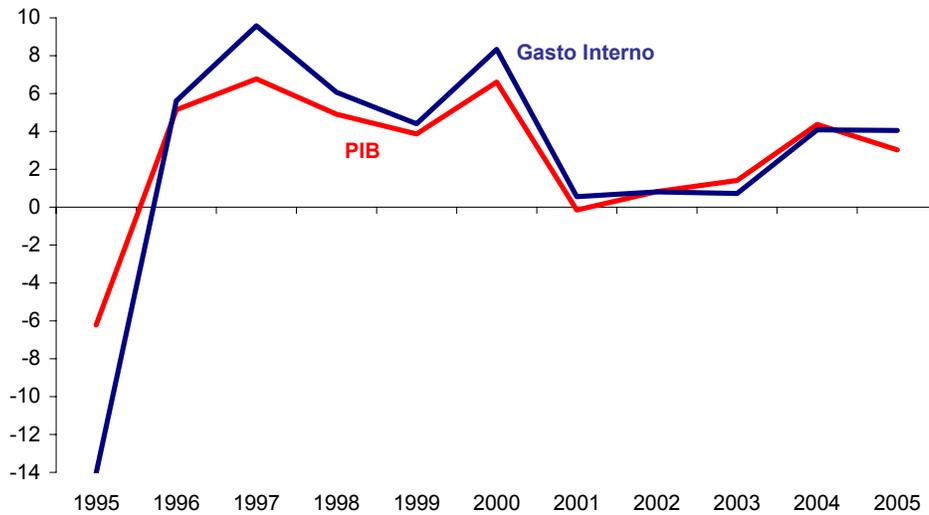
b) Series desestacionalizadas;
Julio de 2000=100



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

Gráfica 9
Producto Interno Bruto y Gasto Interno: 1995-2005

Variaciones anuales en por ciento



Fuente: Elaboración del Banco de México con datos del INEGI.

En suma, la interacción entre el gasto interno y la producción en 2005 no sugiere que se hayan presentado presiones importantes sobre el uso de la capacidad de producción de la economía. Ello considerando lo siguiente: i) el crecimiento del producto se desaceleró con relación al registrado en 2004; ii) la formación bruta de capital y, por ende, la capacidad de producción acumuló dos años consecutivos creciendo a un mayor ritmo anual que el producto; y, iii) en algunos sectores, tales como el manufacturero, el nivel de producción medido con datos desestacionalizados al final de 2005 todavía se ubicó por debajo del máximo que había alcanzado a mediados de 2000 (Gráfica 8). Por otra parte, si

bien en 2005 el crecimiento del gasto interno superó al que mostró el PIB, esto no se había presentado en los últimos dos años (Gráfica 9). De hecho, su crecimiento en el año fue cercano a 4 por ciento, una tasa prácticamente igual a la observada en 2004.

3.2.2. Empleo

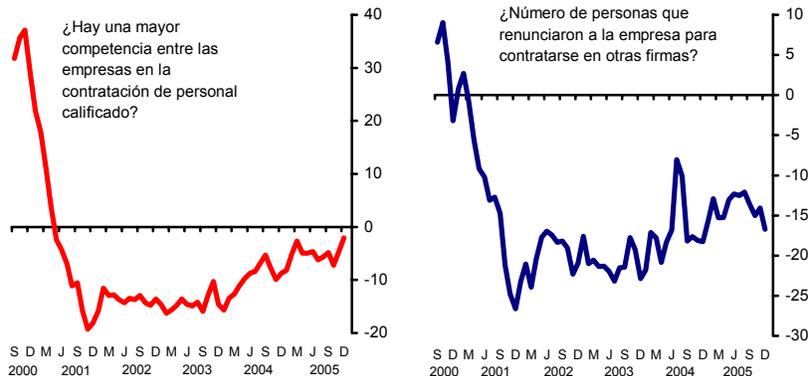
La expansión de la actividad económica en 2005 se reflejó en un aumento de la demanda de trabajo que propició una mejoría de diversos indicadores de ocupación, destacando el incremento significativo que presentó el empleo formal y que abarcó a la mayoría de los sectores de actividad. Además, la información disponible sugiere que el avance del empleo no se ha traducido en una mayor escasez de recursos humanos calificados, considerando que los indicadores mensuales que elabora el Banco de México para el sector manufacturero muestran que, en 2005, las empresas no enfrentaron dificultad para reclutar y contratar mano de obra calificada en las áreas de producción, ventas y administración (Gráfica 10).

Gráfica 10
Indicadores del Mercado Laboral

a) Tasa de Desempleo Abierto a Nivel Nacional
Porcentaje con respecto a la población económicamente activa



b) Sector Manufacturero: Indicadores de Escasez de Mano de Obra
Promedio móvil de dos meses de los balances de respuestas



Fuente: a) INEGI y proceso de desestacionalización y tendencia efectuado por el Banco de México y b) Resultados recabados por el Banco de México con su Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero. Los balances de respuestas 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 general, la evolución del mercado laboral en 2005, y en particular en el cuarto trimestre del año, se caracterizó por los siguientes aspectos: a) un incremento significativo del número de trabajadores asegurados en el IMSS, que se tradujo en variaciones porcentuales anuales crecientes a lo largo del año; b) el aumento de la ocupación formal resultó muy vigoroso en los empleos eventuales urbanos, mientras que en los permanentes fue reducido; c) el número de trabajadores inscritos en el IMSS se incrementó en la mayoría de los sectores, pero mostró un mayor dinamismo en el terciario y en la construcción, mientras que en la industria manufacturera su avance fue más moderado; d) la creación de nuevas plazas de trabajo fue prácticamente generalizada en las entidades del país; y e) la tasa de desempleo abierto a nivel nacional y con datos desestacionalizados siguió una tendencia a la baja a lo largo del año. No

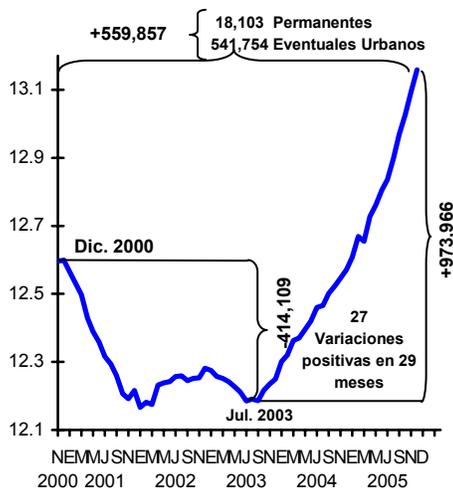
obstante, el porcentaje de la población ocupada que se consideró subocupada o que laboró en actividades informales se mantuvo elevado.

En 2005 el número de trabajadores asegurados en el IMSS mostró un incremento anual de 576,599 personas (de diciembre de 2004 a diciembre de 2005, Gráfica 11), que implicó un crecimiento anual de 4.61 por ciento; éste es el mayor incremento en los últimos 60 meses.⁹ No obstante, se integró de 184,954 trabajadores permanentes (aumento anual de 1.7 por ciento), y de 391,645 eventuales urbanos (alza de 23.8 por ciento). De esa manera, dos terceras partes del aumento correspondieron a ocupaciones eventuales urbanas. Por otra parte, al considerar la evolución del empleo formal con datos desestacionalizados, resulta que de julio de 2003 al cierre de diciembre pasado la mejoría acumulada por este indicador ascendió a 973,966 trabajadores. Ello permitió que, al cierre de 2005, la ocupación formal ya hubiera superado en 559,857 empleos a su nivel máximo previamente alcanzado a finales de 2000 (Gráfica 11).

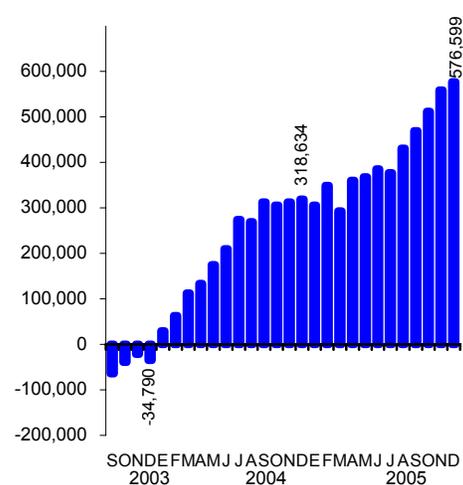
Gráfica 11

Trabajadores Asegurados: Permanentes y Eventuales Urbanos

a) Millones de Trabajadores Asegurados
Datos desestacionalizados



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



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

La mejoría del empleo formal en 2005 fue notoria en la mayoría de los sectores económicos, si bien su avance fue más significativo en el sector terciario, especialmente en las actividades de comercio (145,109 trabajadores y 5.9 por ciento) y de otros servicios (205,245 personas y 4.9 por ciento).¹⁰ Por su parte, el incremento de este indicador en el sector industrial fue más moderado y reflejó crecimientos del empleo en la industria de la construcción (105,930 personas y 11.7 por ciento) y en la actividad manufacturera (130,830 trabajadores y 3.6 por ciento). Esta última permitió que continuara la mejoría que ya había iniciado el empleo manufacturero en 2004, luego de tres años seguidos de contracciones. No obstante, con datos desestacionalizados, al

⁹ Cabe señalar que es posible que el alza del número de trabajadores asegurados también podría estar reflejando los resultados de un mayor esfuerzo de fiscalización por parte del IMSS.

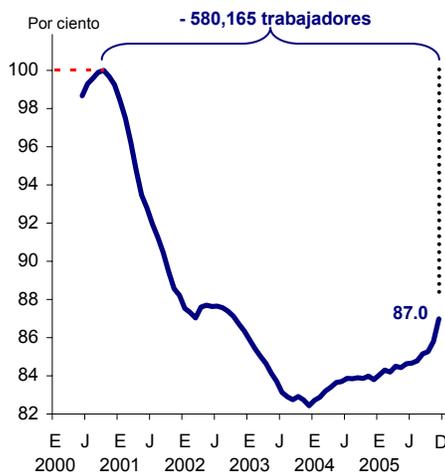
¹⁰ El sector de Otros Servicios incluye a los servicios para empresas y personas, así como a los servicios sociales y comunales.

cierre de 2005 el número de trabajadores del sector manufacturero asegurados en el IMSS todavía registró una caída de 580 mil personas con relación al nivel que alcanzó en octubre de 2000 (Gráfica 12).

De acuerdo con los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) que recaba el INEGI, en el cuarto trimestre de 2005 la Tasa de Desempleo a nivel nacional y medida con datos desestacionalizados se ubicó en 3.33 por ciento. Previamente, dicho indicador había resultado de 3.49 por ciento en el tercer trimestre y de 3.75 por ciento en el segundo. Por otra parte, en el último trimestre del año el porcentaje de la población ocupada que se consideró subocupada se ubicó en 6.39 por ciento, mientras que aquélla que laboró en Actividades Informales resultó en el tercer trimestre del año de 28.2 por ciento.¹¹ Por último, cabe señalar que si bien en 2005 el incremento del empleo formal fue significativo, su participación en la población económicamente activa o en la ocupada fue relativamente reducida (Gráfica 12).

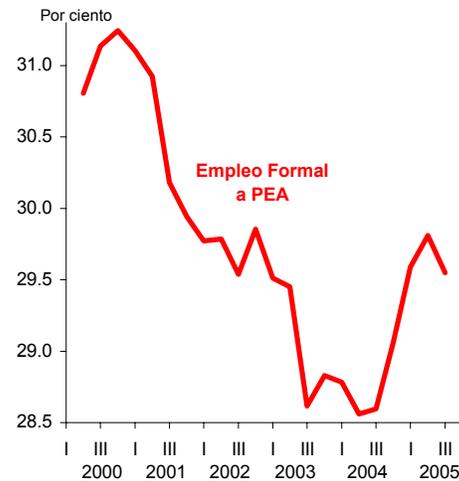
Gráfica 12
Indicadores de Empleo en el Sector Formal

a) Número de Trabajadores Asegurados en el IMSS en el Sector Manufacturero
Octubre de 2000=100



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

b) Participación del Empleo Formal en la Población Económicamente Activa (PEA)



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

3.2.3. Sector Externo

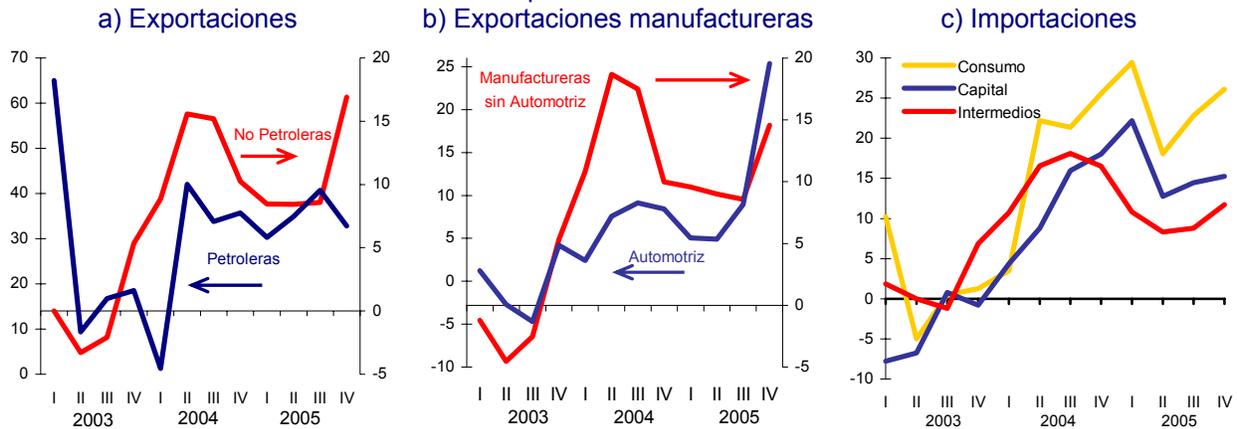
La expansión de la demanda agregada y del producto en 2005 no implicaron un incremento en los saldos deficitarios de la balanza comercial y de la cuenta corriente con relación a los registrados en 2004. De hecho, en 2005, tales saldos medidos con relación al PIB fueron de los más bajos registrados en los últimos 25 años, al estimarse respectivamente en 1 y 0.8 puntos porcentuales. No

¹¹ De acuerdo a la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) que recaba el INEGI, la población subocupada está integrada por las personas que tienen necesidad y disponibilidad para laborar más horas de trabajo de lo que su ocupación actual les permite. En cuanto a la población ocupada en el sector informal, ésta comprende a todas aquellas personas en actividades económicas de mercado que operan a partir de los recursos de los hogares, pero sin constituirse como empresas con un status independiente de esos hogares. En tales unidades de producción hay ausencia de prácticas contables y no hay distinción entre el patrimonio del hogar y el de la empresa.

obstante, conviene notar que estas cifras fueron influidas a la baja de manera importante por un elevado incremento del superávit de la balanza comercial de productos petroleros y, en el caso de la cuenta corriente, también por un aumento significativo de la entrada de recursos al país por remesas familiares. Así, de deducirse en 2005 esos mayores ingresos del exterior de los referidos saldos deficitarios, éstos se amplían de manera importante, en congruencia con el mayor crecimiento que observó en el año el gasto interno con relación al que presentó el PIB.

Gráfica 13
Exportaciones e Importaciones de Mercancías

Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados



Fuente: Banco de México.

Durante el cuarto trimestre de 2005 la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos y de sus principales renglones se caracterizó por los siguientes aspectos:

- a) Un mayor dinamismo de las exportaciones no petroleras, que respondió en parte a un repunte de las ventas externas del sector automotriz.¹² No obstante, en el conjunto del año las exportaciones no petroleras mostraron un menor crecimiento que en 2004. Esto último es atribuible tanto a la presencia de una desaceleración de la demanda externa en la primera parte de 2005, como a la persistente pérdida de competitividad que han mostrado los productos nacionales en los mercados externos.
- b) Un elevado valor de las exportaciones petroleras, aunque en dicho trimestre se atenuó su variación anual respecto a la registrada en el trimestre previo.
- c) Una expansión anual de las importaciones de mercancías superior a la observada en los primeros tres trimestres de 2005, pero que resultó menor a la registrada en 2004.

¹² En el cuarto trimestre de 2005 las exportaciones de mercancías crecieron 19 por ciento a tasa anual, en respuesta a aumentos de 32.8 por ciento de las exportaciones petroleras y de 16.9 por ciento de las no petroleras. Esta última tasa estuvo influida al alza por la mejoría de las exportaciones del sector automotriz. Por otra parte, en el trimestre las importaciones de mercancías crecieron 13.8 por ciento a tasa anual.

- d) Un déficit moderado tanto de la balanza comercial como en la cuenta corriente, pero éstos superaron de manera significativa a los del tercer trimestre de ese año, si bien esto último se debió en parte a factores estacionales.
- e) Una nueva ampliación del déficit comercial no petrolero, incluso ajustado por estacionalidad, debido al mayor crecimiento que mostró el gasto interno respecto al que presentó el PIB.

Durante el bimestre octubre-noviembre de 2005, al igual que en los primeros tres trimestres de ese año, se debilitó la evolución de las exportaciones de productos de México a Estados Unidos, pese a que en noviembre mostraron una mejoría. Así, en el periodo octubre-noviembre de 2005 las exportaciones mexicanas canalizadas a Estados Unidos mostraron un crecimiento anual de 9.8 por ciento (Cuadro 2), una tasa menos vigorosa que la de 13.8 por ciento alcanzada por las ventas conjuntas del resto de países en tal mercado. Ello implicó que se redujera la participación de los productos mexicanos dentro de las importaciones de Estados Unidos, al pasar de 10.53 por ciento en el bimestre octubre-noviembre de 2004, a 10.20 por ciento en igual lapso de 2005.

Cuadro 2
Importaciones de Estados Unidos
Por ciento

	Participación				Variaciones Porcentuales Anuales: Octubre-Noviembre de 2005				
	Ene-Nov 2004	Ene-Nov 2005	Oct-Nov 2004	Oct-Nov 2005	Total	Petróleo	Total sin Petróleo	Automotriz	Total sin Petróleo y sin Automotriz
Total	100.00	100.00	100.00	100.00	13.4	25.9	12.0	8.8	12.7
Total sin México	89.32	89.80	89.47	89.80	13.8	29.1	12.2	8.8	12.9
Total sin México y sin China	75.98	75.20	74.85	74.49	12.9	28.7	10.8	8.8	11.3
1. Canadá	17.54	17.18	16.80	17.34	17.1	35.8	15.4	12.2	16.7
2. China	13.35	14.60	14.62	15.31	18.8	135.0	18.6	--	18.6
3. México	10.68	10.20	10.53	10.20	9.8	7.6	10.1	8.7	10.8
4. Japón	8.83	8.27	8.56	7.90	4.6	--	4.6	7.1	3.1
5. Alemania	5.23	5.06	5.19	4.94	7.9	--	7.9	6.4	8.7
Suma de 5 países	55.62	55.31	55.70	55.69	13.4	22.2	12.9	9.2	14.0

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

El saldo deficitario de la cuenta corriente se vio influido a la baja en 2005 por el importante incremento que registró el superávit de la balanza comercial de productos petroleros. Dicho saldo pasó de 12,602 millones de dólares en 2004, a 15,615 millones en 2005. El otro renglón de la cuenta corriente que contribuyó a moderar su saldo deficitario es el de remesas familiares. Así, este renglón resultó en el cuarto trimestre de 5,316 millones de dólares, y en todo 2005 ascendió a 20,035 millones. Ese monto de recursos fue equivalente a 128 por ciento del superávit de la balanza comercial de productos petroleros.

En el cuarto trimestre de 2005 la cuenta corriente de la balanza de pagos mostró un reducido saldo deficitario que se estima en 2.5 miles de millones de dólares, con lo que en todo el año éste se habría ubicado en 5.8 miles de millones, monto equivalente a 0.8 puntos porcentuales del PIB. Dicho saldo resultó menor al registrado en 2004 de 7.3 miles de millones de dólares y 1.1 puntos porcentuales del PIB. En este contexto, cabe señalar que en 2003, 2004 y 2005, el saldo superavitario de la balanza de productos petroleros y los ingresos

por remesas familiares aumentaron en conjunto en 0.9, 0.8 y 0.85 puntos porcentuales del PIB, respectivamente.

El moderado saldo deficitario de la cuenta corriente en 2005 fue financiado con holgura por un importante superávit de la cuenta de capital. Este último se vio favorecido por la presencia de un entorno propicio en los mercados financieros internacionales, caracterizado por una abundante liquidez y una mayor preferencia por riesgo. Con lo anterior, se estima que en el cuarto trimestre de 2005 el superávit de la cuenta de capital haya resultado de 8.3 miles de millones de dólares (incluyendo errores y omisiones) y que, en todo ese año, éste se haya ubicado en 13 miles de millones. Dicho saldo se originó de la combinación de entradas netas de recursos del sector privado, provenientes de endeudamiento e inversión extranjera directa, y de un desendeudamiento externo del sector público. Por otra parte, en el cuarto trimestre la reserva internacional neta del Banco de México aumentó en 5,833 millones de dólares, con lo que su incremento en todo 2005 alcanzó 7,173 millones. Ello implicó que el saldo de dichas reservas al cierre de ese año se haya ubicado en 68,669 millones de dólares.

3.3. Costos y Precios

3.3.1 Salarios y Costo Unitario de la Mano de Obra

Los salarios contractuales que aplican a las empresas de jurisdicción federal registraron un incremento promedio de 4.4 por ciento durante 2005, lo que resultó 0.3 puntos porcentuales mayor a lo observado en 2004. La diferencia se explica por los mayores aumentos que se otorgaron a los trabajadores de las empresas públicas, ya que el que recibieron los de las compañías privadas, en promedio, fue igual en ambos años (Cuadro 3). Así, en general, las negociaciones salariales no fueron afectadas por los choques de oferta que incidieron sobre la inflación general en 2004.

Cuadro 3
Incremento Promedio al Salario Contractual^{1/} y Trabajadores Beneficiados según Tipo de Empresa

	2004					2005				
	I	II	III	IV	Ene-Dic	I	II	III	IV	Ene-Dic
Incremento Promedio al Salario Contractual (por ciento)^{1/}										
Total	4.5	4.5	4.3	3.4	4.1	4.5	4.4	4.4	4.2	4.4
Empresas Públicas	3.9	3.9	4.0	3.1	3.5	3.6	4.0	4.1	4.0	4.0
Empresas Privadas	4.6	4.6	4.7	4.3	4.6	4.7	4.6	4.7	4.7	4.6
Trabajadores Beneficiados (participación porcentual)										
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Empresas Públicas	20	21	48	72	42	19	22	46	72	41
Empresas Privadas	80	79	52	28	58	81	78	54	28	59

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

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

El salario mínimo que estará vigente durante 2006, acordado en diciembre por el Consejo de Representantes de la Comisión Nacional de Salarios Mínimos, registró un aumento de 4.0 por ciento en las tres zonas geográficas establecidas (el incremento ponderado para 2005 fue 4.5 por ciento). Así, el salario mínimo general promedio se situó en 47.05 pesos por día.

La productividad laboral en la industria manufacturera, maquiladora y no maquiladora, así como en el sector comercio al menudeo, registró un menor aumento a tasa anual en el periodo enero-octubre de 2005 con relación al mismo lapso de 2004 (Cuadro 4). Asimismo, el ritmo de crecimiento de las remuneraciones medias reales también disminuyó. Sin embargo, el costo unitario de la mano de obra (CUMO) en el caso de la industria manufacturera no maquiladora, si bien se redujo, lo hizo en menor proporción que en el mismo periodo de 2004. En el caso de la industria maquiladora, el CUMO incluso presentó un incremento. Por otra parte, en el sector comercio al menudeo el CUMO presentó una disminución en el lapso referido.

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

	Industria Manufacturera no Maquiladora			Industria Maquiladora			Sector Comercio al Menudeo		
	Productividad Laboral	Remuneraciones Medias Reales	CUMO	Productividad Laboral	Remuneraciones Medias Reales	CUMO	Productividad Laboral	Remuneraciones Medias Reales	CUMO
2004									
Ene-Oct	7.0	0.5	-6.0	2.3	0.2	-2.0	7.2	3.4	-3.5
Ene-Dic	6.9	0.3	-6.1	2.1	-0.2	-2.2	7.0	2.7	-4.0
2005									
Ene	3.5	-0.4	-3.8	-1.6	-2.2	-0.6	6.1	-3.1	-8.7
Feb	3.9	0.0	-3.8	-0.9	-2.0	-1.1	2.7	4.1	1.3
Mar	-4.5	0.2	4.9	0.3	0.0	-0.2	3.3	2.5	-0.7
Abr	7.0	-1.8	-8.2	-2.8	-3.4	-0.7	7.5	3.4	-3.8
May	4.0	0.1	-3.8	-4.2	1.0	5.4	2.4	-4.8	-7.0
Jun	0.5	1.3	0.9	1.0	1.2	0.2	5.5	1.7	-3.7
Jul	-1.6	-1.5	0.1	-2.6	0.2	2.8	2.5	-1.7	-4.0
Ago	2.8	0.4	-2.3	1.9	4.2	2.2	5.2	-3.6	-8.4
Sep	0.9	-0.8	-1.7	-0.1	2.0	2.1	6.4	4.7	-1.5
Oct	3.1	0.6	-2.4	-0.4	-0.2	0.2	3.9	0.0	-3.7
Ene-Oct	2.0	-0.2	-2.0	-0.9	0.1	1.0	4.5	0.3	-4.0

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

3.3.2 Bienes y Servicios Administrados y Concertados

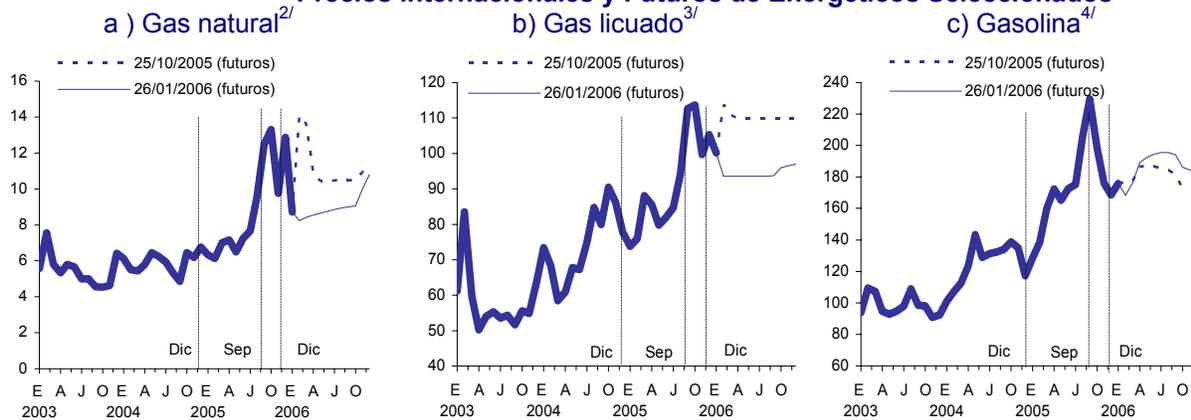
Los precios de los bienes y servicios administrados son influidos principalmente por tres factores: primero, las cotizaciones internacionales de sus contrapartes; segundo, los precios de ciertos insumos que se emplean en su producción, como es el caso del acero en la electricidad; y tercero, por las políticas determinadas por el sector público para este tipo de productos.

Al respecto, cabe destacar que durante 2005 los precios internacionales de los energéticos registraron un alza significativa (Gráfica 14). Sin embargo, este fenómeno tuvo un traspaso moderado al mercado interno por diversas medidas que estableció el Gobierno Federal para reducir la volatilidad de las cotizaciones internas de los energéticos, destacando entre éstas, las siguientes: i) determinación de un precio máximo para la gasolina en las ciudades fronterizas, que no rebase al del interior del país (el cual se rige bajo un desliz predeterminado); ii) la adopción, al inicio del año, de un intervalo de variación mensual para los precios del gas licuado de 0.75 a 1.75 por ciento; iii) la implementación de un precio máximo del gas natural destinado a los usuarios residenciales con bajos consumos;¹³ y, iv) el decreto que sujeta a precio máximo

¹³ Decreto publicado en el Diario Oficial de la Federación el 16 de mayo de 2005. Éste sujeta a un precio máximo el gas natural que adquieren los permisionarios de distribución para suministrar a los usuarios residenciales de menores consumos. Así se determinó reducir en 28 por ciento el importe que

la venta de gas natural para consumidores industriales y permisionarios de distribución.¹⁴ Así, la variación anual de los precios administrados presentó una trayectoria descendente entre enero y septiembre de 2005, para posteriormente repuntar en el cuarto trimestre (Gráfica 15).

Gráfica 14
Precios Internacionales y Futuros de Energéticos Seleccionados^{1/}



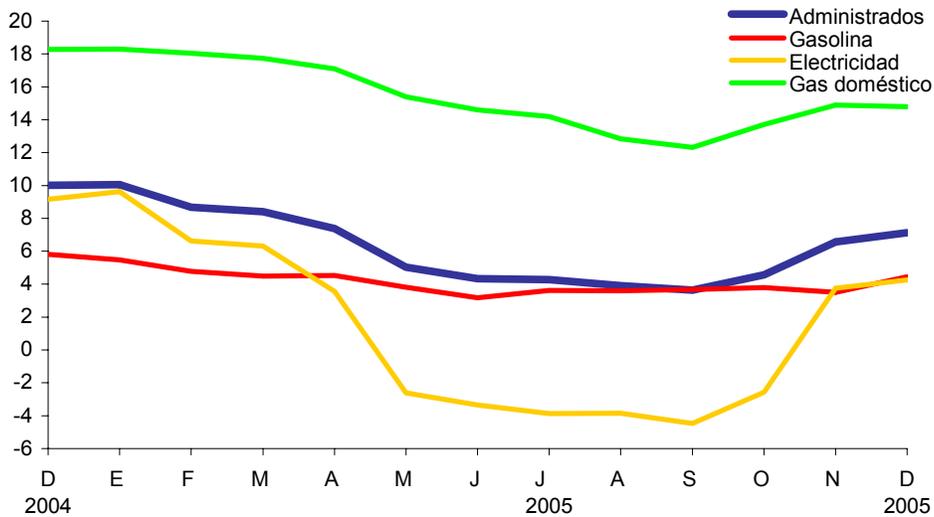
1/ Las cotizaciones de los futuros corresponden al 25 de octubre de 2005 y 26 de enero de 2006.

2/ Tetco, Tex. Dólares por MMBtu.

3/ Mont Belvieu, Tex. Centavos de dólar.

4/ Texas, Centavos de dólar por galón.

Gráfica 15
Subíndice de Precios Administrados
Variación anual en por ciento



El subíndice de precios de los bienes y servicios concertados redujo su incidencia sobre la inflación durante 2005. Ello en virtud de que en el año referido

correspondería pagar a los usuarios con consumos mensuales de hasta 47m³. Este descuento se otorga de manera decreciente, y se elimina para aquellos consumos superiores a 60m³. Esta medida expira el 30 de septiembre de 2006.

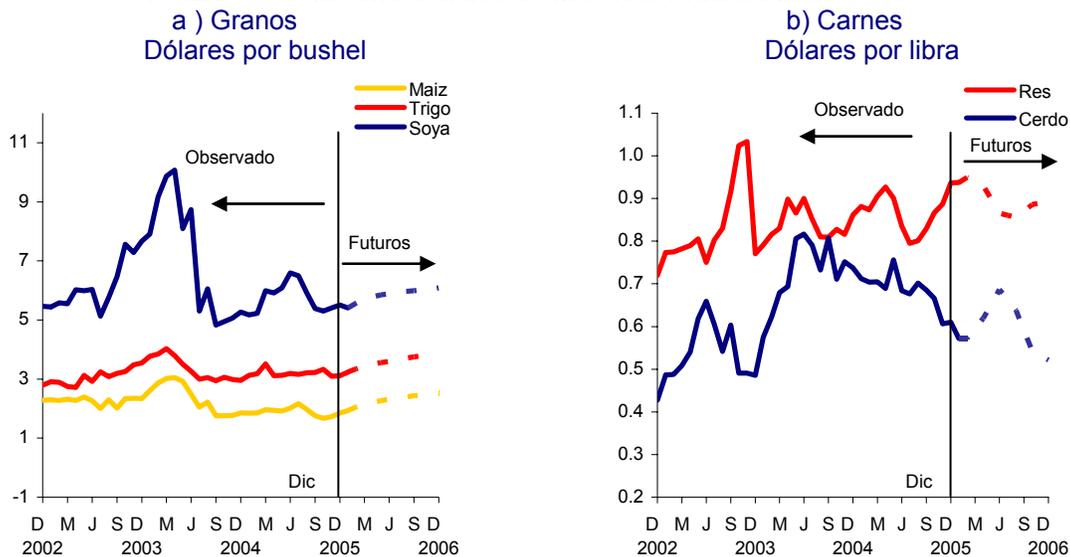
¹⁴ Decreto publicado en el Diario Oficial de la Federación el 12 de septiembre de 2005. La vigencia de éste se mantendrá hasta que se reestablezca la producción de gas natural de los Estados Unidos de América en la zona del Golfo de México (zona afectada por el huracán "Katrina").

no se repitieron los significativos incrementos de precios en el transporte público urbano que tuvieron lugar en el primer cuatrimestre de 2004 en ciudades que tienen una elevada ponderación en el INPC, como son el caso de la Ciudad de México y Toluca.

3.3.3 Metales y Materias Primas Alimenticias

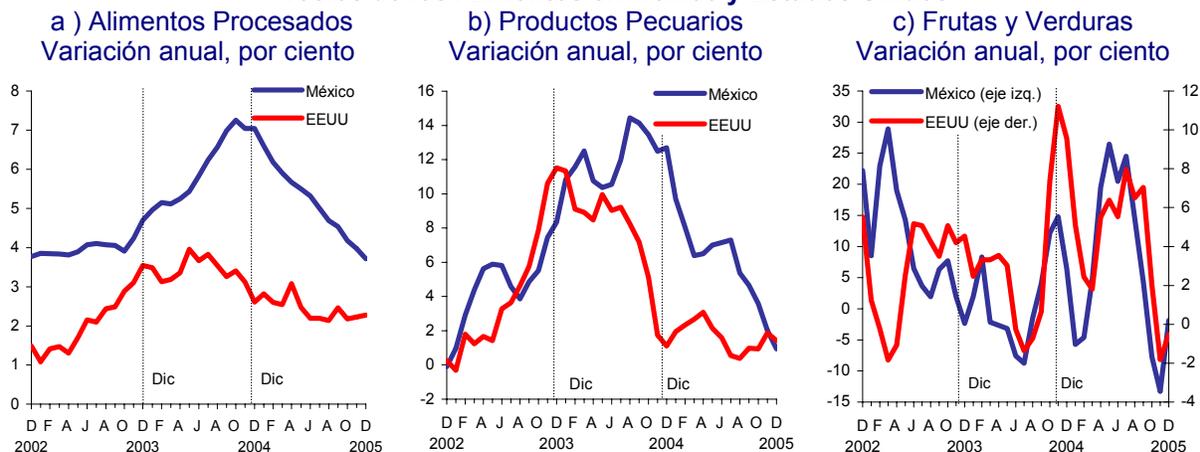
Por lo que se refiere a los precios internacionales de algunos metales, los del acero tienen una relevancia particular por su incidencia sobre los costos de los materiales de la construcción y su efecto sobre el cálculo de las tarifas eléctricas de alto consumo. Al respecto, cabe señalar que durante 2004 el mayor consumo mundial de este metal repercutió en una significativa elevación en sus precios. Sin embargo, esta situación se revirtió en 2005, al aumentar la oferta de acero y presentarse una trayectoria descendente en sus precios hasta septiembre, para posteriormente registrar incrementos moderados.

Gráfica 16
Cotizaciones Internacionales de Materias Primas Alimenticias^{1/}



^{1/} Las cotizaciones de los futuros corresponden al 26 de enero de 2006.
Fuente: Departamento de Agricultura de EEUU.

Por su parte, como ya se mencionó, durante 2005 los precios internacionales de las materias primas alimenticias mostraron una menor volatilidad a la que registraron en 2004, y se ubicaron en un nivel menor tanto para el caso de los productos cárnicos, como para el de los granos (Gráfica 16). Ello se reflejó en una menor presión sobre los precios al consumidor proveniente de los alimentos procesados y también de algunos productos pecuarios. Estos precios guardaron una relación estrecha con las cotizaciones de dichos productos en los Estados Unidos (Gráfica 17).

Gráfica 17
Precios de los Alimentos en México y Estados Unidos


Fuente: Banco de México (datos de México) y Bureau of Labor Statistics (datos EEUU).

3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios

3.4.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales

Al cierre de 2005 la base monetaria registró un saldo de 380 miles de millones de pesos. Durante 2005, este agregado creció en promedio a una tasa anual de 12.1 por ciento, variación inferior en 2 puntos porcentuales a la observada el año previo (Gráfica 18a).¹⁵ Esto apunta, como se ha señalado en informes previos, a que si bien aún se mantiene el proceso por el cual la base monetaria ha aumentado como porcentaje del PIB (remonetización), éste ha perdido vigor en los últimos años (Gráfica 18).¹⁶

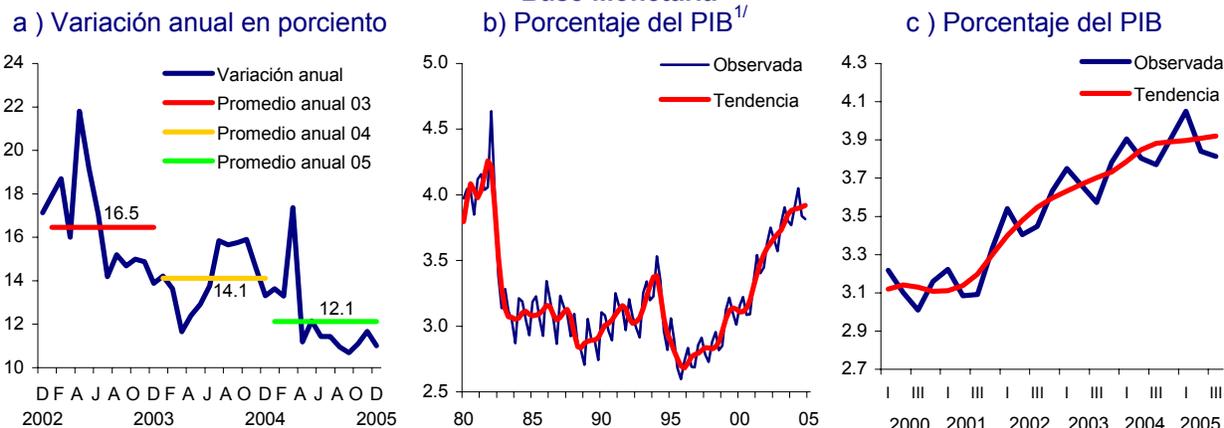
Al cierre de 2005, los activos internacionales se incrementaron en 9,881 millones de dólares, con lo que su saldo al 31 de diciembre fue de 74,115 millones de dólares.¹⁷ Por su parte, en 2005 la base monetaria se incrementó en 39,856 millones de pesos. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó 65,062 millones de pesos en el año (Cuadro 5).¹⁸

¹⁵ Variaciones calculadas con base en el promedio de saldos diarios.

¹⁶ La evidencia histórica permite constatar que en economías con una inflación baja: i) los efectos de las perturbaciones sobre el ingreso o la tasa de interés se reflejan con mayor lentitud sobre la demanda de dinero; y ii) dicha demanda tiende a volverse más sensible a cambios en la tasa de interés. Ver Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2003.

¹⁷ 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).

¹⁸ La reserva internacional durante el cuarto trimestre de 2005 registró un incremento de 5,833 millones de dólares.

**Gráfica 18
Base Monetaria**


1/ Entre 1980 y 1993 se consideran a los billetes y monedas en circulación.

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

	Saldos		Flujos en 2005				Acumulados al 31 Dic. 2005
	Al 31 Dic. 2004	Al 31 Dic. 2005	Trimestre				
			I	II	III	IV	
(A) Base Monetaria (Pesos)	340,178	380,034	-28,322	2,293	-1,674	67,559	39,856
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	716,170	788,167	-720	15,368	46,922	43,349	104,918
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	64,233	74,115	-88	1,491	4,377	4,102	9,881
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-375,992	-408,133	-27,602	-13,075	-48,596	24,210	-65,062
(D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] ^{3/}	61,496	68,669	242	35	1,062	5,833	7,173
(E) Reserva Bruta (Dólares)	64,198	74,110	-87	1,492	4,378	4,129	9,913
Pemex			2,497	3,931	7,117	6,833	20,378
Gobierno Federal			-1,087	-1,754	-2,159	-2,290	-7,290
Venta de dólares a la banca ^{4/}			-1,380	-1,159	-849	-1,014	-4,402
Otros ^{5/}			-117	474	269	600	1,227
(F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	2,701	5,441	-330	1,457	3,316	-1,703	2,740

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.

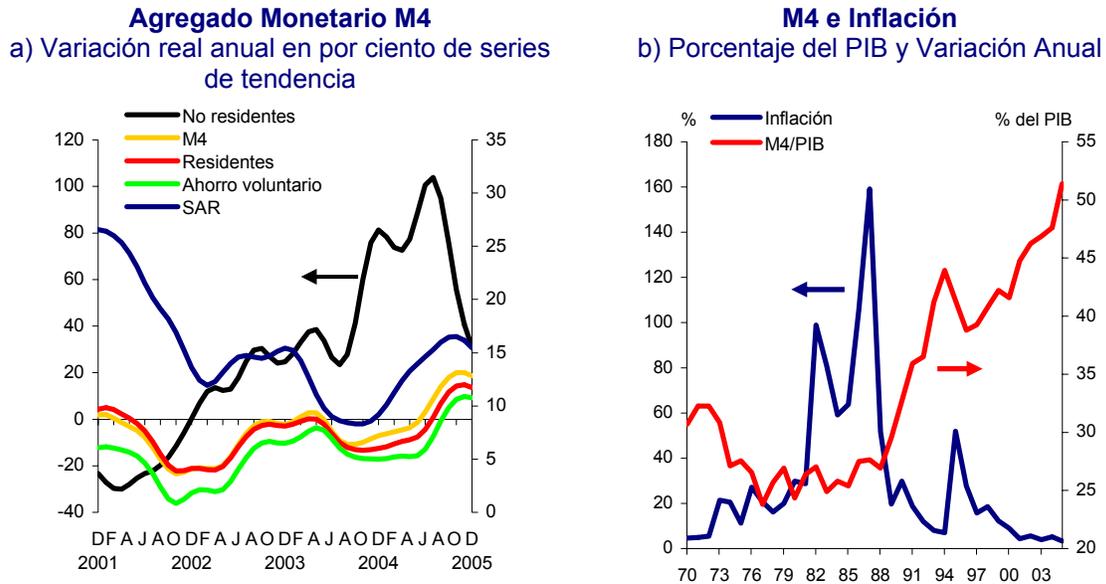
3.4.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

A lo largo de 2005 el agregado monetario M1 redujo su ritmo de expansión, registrando una variación promedio anual de 11.3 por ciento, inferior a la observada en 2004 (13.9 por ciento). El menor dinamismo con el que crece el agregado monetario estrecho se observó en sus principales componentes. En 2005, los billetes y monedas en poder del público y las cuentas de cheques registraron variaciones anuales de 12.3 y 9.6 por ciento, respectivamente, cifras inferiores a las registradas en 2004 (14.5 y 11.5 por ciento). Lo anterior se explica, en parte, por el aumento en las tasas de interés pagadas a la captación a plazo de la banca comercial, que a lo largo del año redundaron en un mayor costo por mantener saldos líquidos.

En tanto, durante 2005 el crecimiento de los agregados monetarios amplios se fortaleció. Así, en diciembre el agregado monetario M4, que mide el ahorro financiero en instrumentos internos, registró una variación real anual de 11.5 por ciento, casi duplicando la tasa de expansión registrada al cierre de 2004 (6.5 por ciento real anual).

El resultado anterior se debe tanto al aumento del ahorro financiero de residentes, como al incremento considerable en la tenencia de valores públicos por parte de extranjeros (Gráfica 19a). La fortaleza del ahorro financiero en instrumentos internos se debe tanto a la abundante liquidez que ha caracterizado a los mercados financieros internacionales, como a los avances hacia una inflación baja y estable, que reduce la incertidumbre asociada al rendimiento de dichos instrumentos. Así, la estabilidad macroeconómica alcanzada durante los últimos años, se ha reflejado en un importante repunte del ahorro financiero, permitiendo que éste alcanzara en 2005 máximos históricos como porcentaje del PIB (Gráfica 19b). Dicha estabilidad ha sido de fundamental importancia en el desarrollo del mercado financiero mexicano, permitiendo entre otros, la colocación de valores gubernamentales con tasas de interés fijas a plazos cada vez más amplios.¹⁹ Lo anterior no solo ha redundado en una mayor certidumbre de los recursos financieros para el sector público, sino que ha permitido sentar las bases para que otros oferentes y demandantes de recursos financieros cuenten con una referencia en moneda nacional para la emisión de instrumentos de deuda a largo plazo.

Gráfica 19



La mayor disponibilidad de recursos financieros en la economía ha sido acompañada de importantes cambios en su destino. En particular, destacan las menores necesidades de financiamiento por parte del sector público y el menor ritmo de acumulación de reservas por parte del Banco de México, lo cual ha dado lugar a mayores recursos disponibles para el financiamiento del sector privado

¹⁹ A diciembre de 2005, el plazo promedio de vencimiento de la deuda gubernamental se incrementó 12.9 por ciento anual, en tanto que la participación de los valores gubernamentales a tasa fija (BONOS) en el total aumentó 5.4 puntos porcentuales.

(Cuadro 6). Así, mientras que en 2003 el incremento en el financiamiento total al sector privado representó tan sólo 0.2 por ciento del PIB, en 2004 y 2005 ascendió a 2.2 y 2.7 por ciento del PIB, respectivamente.²⁰

En este entorno, se han venido reduciendo gradualmente las restricciones de liquidez que anteriormente enfrentaban los hogares. Así, el crédito hipotecario y al consumo se ha expandido vigorosamente, aunque a partir de niveles reducidos, alcanzando saldos de 8.7 y 3.5 por ciento del PIB en septiembre de 2005, respectivamente. Ello a pesar de que las tasas de interés activas aun se encuentran en niveles relativamente elevados (Cuadro 7). A su vez, las empresas han podido refinanciar sus pasivos en mejores términos y condiciones, mejorando el perfil de su deuda. En particular, durante los últimos años se ha venido dando un proceso de sustitución de pasivos externos por internos y una extensión en el plazo de la deuda, con lo cual las empresas han podido fortalecer su posición financiera ante perturbaciones de diversa índole.

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

	Saldo		Flujo Anual	
	Sep-2005	2003	2004	Sep.04 - Sep.05
Total de fuentes	72.9	5.4	6.0	7.8
M4	52.8	5.5	5.5	7.7
En poder de residentes	51.1	5.4	4.8	6.9
En poder de no residentes	1.7	0.1	0.7	0.7
Financiamiento externo	20.1	-0.1	0.5	0.1
Sector público ^{1/}	12.8	0.5	0.7	-0.4
Banca comercial ^{2/}	0.4	-0.1	0.1	-0.1
Sector privado ^{3/}	6.9	-0.5	-0.3	0.6
Total de usos	72.9	5.4	6.0	7.8
Reserva internacional ^{4/}	8.4	1.5	0.6	0.7
Sector público (SHRFSP) ^{5/}	38.5	2.5	1.7	1.7
Internos	25.6	2.0	1.1	2.1
Externos	12.8	0.5	0.7	-0.4
Estados y municipios	1.6	0.3	0.2	0.2
Crédito de intermediarios financieros ^{6/}	1.4	0.1	0.2	0.2
Valores emitidos por estados y municipios	0.2	0.1	0.0	0.0
Sector privado	27.8	0.2	2.2	2.7
Hogares	12.2	1.2	1.9	1.9
Consumo	3.5	0.5	0.9	1.1
Vivienda ^{7/}	8.7	0.7	1.0	0.8
Empresas	15.7	-1.0	0.2	0.8
Crédito de intermediarios financieros ^{6/}	6.0	-1.2	0.1	0.0
Valores privados en circulación	2.8	0.6	0.4	0.2
Externo	6.9	-0.5	-0.3	0.6
Otros conceptos ^{8/}	-3.3	0.9	1.3	2.4

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

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

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

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

5/ Saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) y flujo de los requerimientos financieros del sector público (RFSP), reportados por la SHCP.

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

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

8/ Se refiere a activos no sectorizados, cuentas de capital y resultados, cuentas de reservas técnicas, reservas de capital, activos físicos de los intermediarios financieros, reservas preventivas, inversión en acciones, disponibilidades externas de la banca comercial, financiamiento a no residentes, pasivos del INFONAVIT distintos a los recursos por aportaciones de los trabajadores, pasivos de los intermediarios financieros no bancarios distintos al crédito recibido de la banca, la posición neta de los fideicomisos con la banca, la diferencia en el financiamiento interno de la banca de desarrollo al sector privado y la intermediación financiera y movimientos de los pasivos no monetarios del IPAB, entre otros conceptos.

Nota: La suma de los conceptos puede no coincidir con los totales debido al redondeo. Se utiliza el PIB promedio de los cuatro trimestres.

²⁰ Flujos efectivos como porcentaje del PIB. Para 2005 se refiere a la variación septiembre 04-septiembre 05.

Cuadro 7
Tasas de Interés Pasivas y Activas de la Banca Comercial en Moneda Nacional
 Por ciento

	2004	2005			
	Dic	Mar	Jun	Sep	Nov
Tasas Pasivas					
Captación a la Vista (Cuentas de Cheques) ^{1/}	2.27	2.47	2.91	2.99	2.92
Captación a Plazo (CCP) ^{2/}	6.92	7.52	7.99	7.88	7.45
Tasas Activas					
Crédito a las Empresas ^{3/}	14.33	15.00	15.02	14.45	14.21
Crédito Hipotecario (CAT) ^{4/}	16.01	15.28	15.07	13.87	13.96
Tarjeta de Crédito ^{5/}	34.41	34.40	34.76	34.48	34.00

1/ Promedio mensual de tasas pagaderas a personas físicas y morales, antes de deducir la retención del impuesto sobre la renta.

2/ 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.

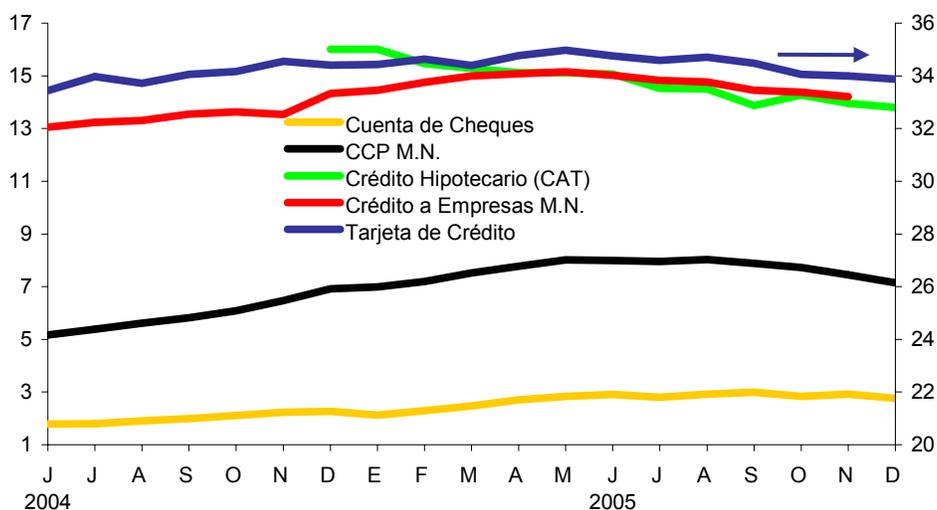
3/ Promedio simple de la tasa nominal de los créditos en moneda nacional otorgados durante el periodo.

4/ Promedio del indicador que resume el costo anual total del crédito y que comprende los costos por: tasa de interés, comisiones, bonificaciones, seguros obligatorios y gastos por otros servicios financieros. El ejercicio referido considera el CAT resultante aplicable a un crédito hipotecario en pesos a tasa fija con las siguientes características: individuo de 35 años, inmueble ubicado en el D.F., costo de la vivienda de un millón de pesos y 20% de enganche, 800 mil pesos de financiamiento, a un plazo de 15 años. La información de créditos hipotecarios se obtiene del Simulador de Búsqueda de Créditos Hipotecarios del Banco de México.

5/ Promedio simple de las tasas, sin IVA, 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.

Nota: Información preliminar sujeta a revisiones.

Gráfica 20
Tasas de Interés Pasivas y Activas de la Banca Comercial en Moneda Nacional
 Por ciento anual



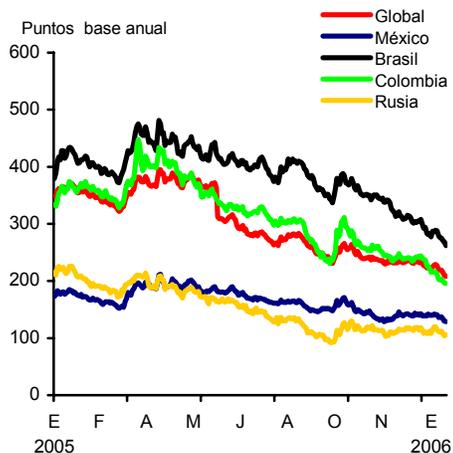
4. La Política Monetaria durante el Cuarto Trimestre de 2005

Las condiciones que han prevalecido en los mercados financieros de nuestro país han sido determinadas, en buena medida, por el entorno de holgura que ha caracterizado a los mercados financieros internacionales. Éste ha permitido que se prolongue la búsqueda por mayores rendimientos a nivel global, conduciendo a que se mantenga el vigor de la demanda por instrumentos de economías emergentes, tanto externos, como emitidos en los mercados locales.

Al respecto, los diferenciales de tasas de interés para algunos emisores soberanos de países emergentes registraron niveles mínimos históricos durante el último trimestre del 2005 (Gráfica 21). Así, la abundancia relativa de liquidez a nivel mundial, ha propiciado la apreciación de activos y divisas en mercados emergentes (Gráfica 21). El comportamiento de los tipos de cambio también se ha visto influido por la mejoría que han registrado los términos de intercambio de algunas economías emergentes ante el incremento en los precios de algunos de los productos primarios que exportan.

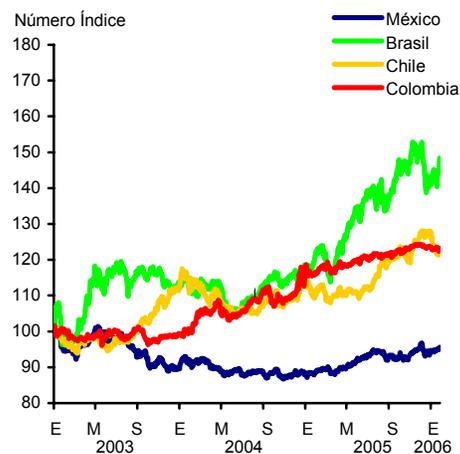
Gráfica 21

a) Diferencial de Tasas de Interés Soberanas con respecto a los Estados Unidos^{1/}



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

b) Tipo de Cambio Nominal Efectivo^{1/}



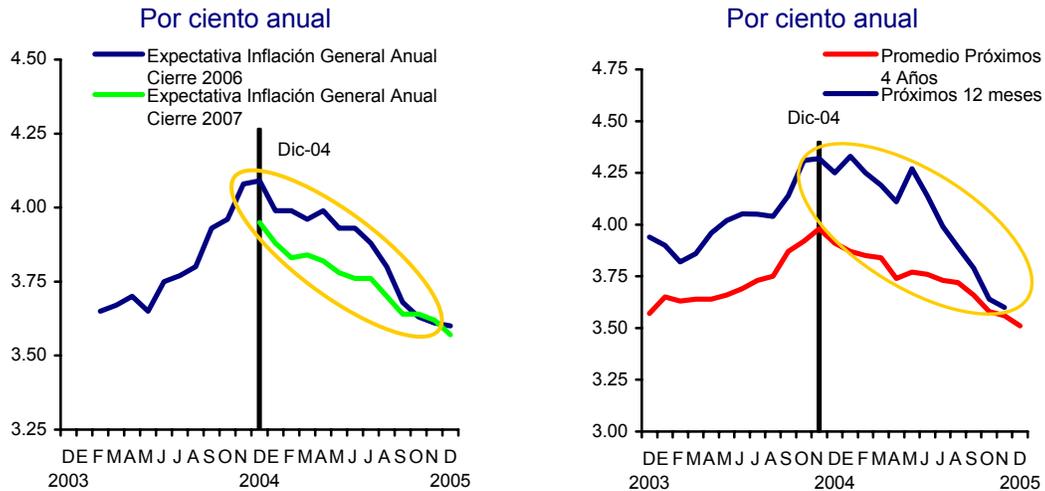
1/ Un incremento en el índice indica una apreciación
Fuente J.P. Morgan (Enero 2003 = 100).

La confluencia del entorno externo con la reversión de varias de las perturbaciones observadas en 2004 y los efectos de las acciones adoptadas en materia de política monetaria, ha dado lugar a reducciones considerables de la inflación general y de la subyacente. Éstas alcanzaron variaciones anuales en diciembre de 3.33 y 3.12 por ciento, respectivamente.

En consecuencia, las expectativas de inflación para todos los plazos han registrado caídas importantes. Entre otras, las expectativas de la inflación general para el cierre de 2006 y 2007 disminuyeron de niveles cercanos a 4 por ciento en diciembre de 2004, a 3.60 y 3.53 por ciento en el mismo mes de 2005, respectivamente (Gráfica 22). Por su parte, en diciembre de 2005 las

expectativas de inflación subyacente para el cierre de 2006 se ubicaron en 3.27 por ciento (Gráfica 22).

Gráfica 22
Expectativas de Inflación: Encuesta Banco de México
 a) Cierre de 2006 y 2007 b) Próximos 12 meses y Promedio para los Próximos 4 Años



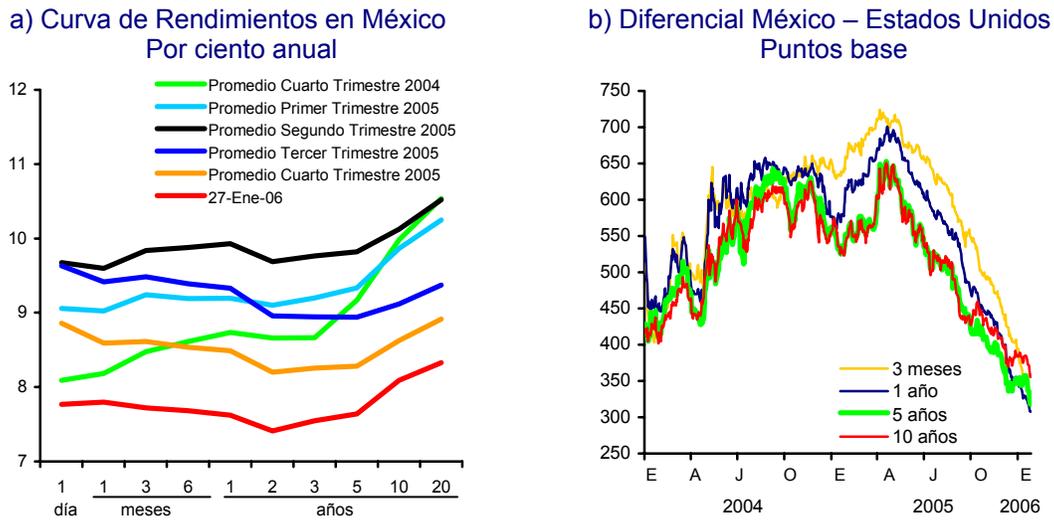
Es claro que el panorama inflacionario ha mejorado. En efecto, los diferentes riesgos que ha venido enfrentando el proceso de desinflación, al parecer han tenido efectos acotados sobre las negociaciones salariales y, en general, sobre la formación de precios en la economía. De esta manera, la evolución de las expectativas de inflación sugiere que continúa el proceso de reducción de la inflación.

Por su parte, actualmente se espera que en el futuro previsible las condiciones financieras globales continúen siendo favorables. En este sentido, la entrada de recursos destinada a la adquisición de instrumentos de deuda en moneda nacional ha conducido a una reducción de las tasas de interés, especialmente en las de mayor plazo. A ello también han contribuido las acciones de política monetaria, al reducir las expectativas de inflación y las primas de riesgo que usualmente se descuentan de este tipo de instrumentos.

De esta manera, la curva de rendimientos presentó una reducción considerable en todos sus plazos y mostró un ligero aplanamiento respecto de la posición invertida que registró durante el tercer trimestre del año (Gráfica 23a). A su vez, los diferenciales de las tasas de interés en México respecto de las de los Estados Unidos para todos sus plazos han mostrado una reducción considerable (Gráfica 23b).

La concurrencia de los elementos anteriores coadyuvaron a que, a partir de agosto del año anterior, la Junta de Gobierno del Banco de México decidiera comenzar a revertir parte de la restricción monetaria adoptada durante 2004 y el primer semestre de 2005.

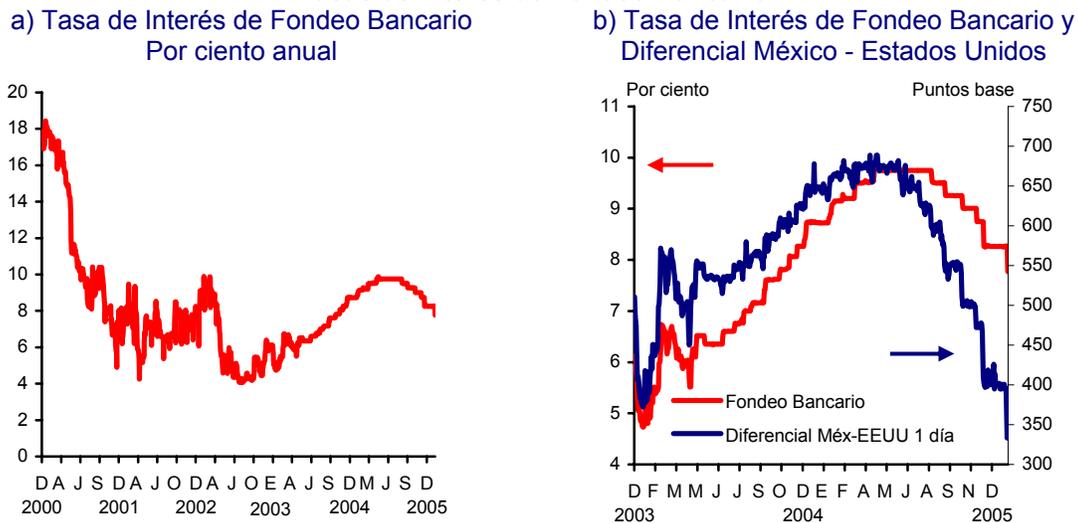
Gráfica 23
Curva de Rendimientos en México y Diferencial con los Estados Unidos



En particular, en los últimos meses, en sus comunicados de política monetaria el Banco de México continuó permitiendo un relajamiento de las condiciones monetarias internas: no mayor a 25 puntos base en octubre y noviembre, y no mayor de 50 puntos base en diciembre y enero de 2006. Como resultado de estas acciones, la tasa de fondeo bancario a un día continuó disminuyendo hasta niveles de 7.75 por ciento (Gráfica 24).

La menor restricción monetaria adoptada por el Banco de México es congruente con la reducción de la inflación y sus expectativas, así como con la convergencia del proceso inflacionario hacia su meta. Sin embargo, a pesar de que se ha avanzado de manera importante en materia de combate a la inflación, la formación de precios en la economía y las expectativas de inflación aún no se consolidan alrededor del objetivo establecido por el Instituto Central.

Gráfica 24
Tasas de Interés de Fondeo Bancario



5. Balance de Riesgos y Conclusiones

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

- a) Las perspectivas para la economía mundial continuarán siendo favorables. En particular, se espera que la economía estadounidense registre un crecimiento cercano a su potencial, al situarse actualmente el promedio de las proyecciones de crecimiento de los principales analistas en 3.4 por ciento. Por su parte, se anticipa que el crecimiento industrial será similar al del producto.
- b) Las cuentas externas se han visto favorecidas por los ingresos petroleros y las remesas de los trabajadores mexicanos en el exterior. Asimismo, es previsible que los mercados financieros internacionales continúen mostrando condiciones de holgura. Por tanto, se anticipa que la economía contará con una amplia disponibilidad de recursos para su financiamiento.

A partir de las consideraciones anteriores, y con base en la información más reciente, el ejercicio de pronóstico arroja el siguiente escenario:

Crecimiento: Se estima que para 2006 el crecimiento económico se situará entre 3.2 y 3.7 por ciento.

Empleo: Se prevé una generación de empleos en el sector formal (número de trabajadores asegurados en el IMSS) de entre 500 y 600 mil plazas en el año.

Cuenta Corriente: Se espera que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en 2006 sea de alrededor de 1.2 por ciento del PIB.

Inflación: Es previsible que la inflación general anual presente un incremento a principios de 2006 a niveles cercanos a 4 por ciento, principalmente como resultado de que los precios de algunas frutas y verduras mostraron un comportamiento atípico al inicio del año anterior. Posteriormente, se espera que la inflación general anual retome una tendencia decreciente, si bien observando cierta volatilidad proveniente de su componente no subyacente, para situarse en un intervalo entre 3 y 3.5 por ciento hacia el cierre del año. Por su parte, se anticipa que la inflación subyacente anual se mantendrá estable en un nivel cercano a 3 por ciento.

Al respecto cabe señalar lo siguiente:

- a) La concurrencia de la elevada volatilidad que caracteriza a los precios de algunos genéricos incluidos en el subíndice de frutas y verduras y la estabilidad anticipada de la inflación anual subyacente, implica que es de esperarse que, a lo largo del año, la inflación general anual mostrará cierta volatilidad que reflejará la del subíndice referido.

- b) En los últimos meses los precios internacionales de los energéticos han registrado niveles máximos históricos. Sin embargo, diversas políticas anunciadas por el Gobierno Federal para determinar los precios de los bienes y servicios administrados contribuirán a moderar el efecto de dicho fenómeno sobre la inflación.²¹
- c) Se espera que el comportamiento del resto de los subíndices de precios que integran al componente no subyacente del INPC no representará presiones inflacionarias de consideración.
- d) La previsión de que la inflación subyacente se mantendrá relativamente estable se basa en que tanto la variación anual de los precios de las mercancías, como la de los servicios, se conservarán en niveles similares a los registrados hacia finales de 2005.

Es claro que el panorama de la inflación ha mejorado. No obstante, conviene mencionar los siguientes riesgos:

- i) Si bien hasta ahora los elevados precios del crudo y sus derivados no han conducido a un aumento en las inflaciones subyacentes de las principales economías del mundo, alzas adicionales de sus cotizaciones podrían revertir esta situación. En ese caso el panorama inflacionario a nivel mundial, incluyendo el de México, podría deteriorarse, conduciendo a un entorno de mayores tasas de interés en los mercados financieros internacionales.
- ii) Las cotizaciones en el mercado de futuros de algunos granos se han incrementado, lo que podría representar un obstáculo para que siga reduciéndose la inflación de los alimentos procesados.
- iii) No se pueden descartar alzas extraordinarias de los precios de algunos genéricos incluidos en el subíndice de productos agropecuarios.
- iv) La variación anual del índice de servicios distintos de los de la vivienda permanece relativamente elevada.
- v) Las expectativas de inflación se ubican por arriba de la meta de 3 por ciento.

Adicionalmente, a continuación se describen otros factores de riesgo a los que se considera está sujeto el escenario base. De materializarse alguno de ellos, podría afectar mayormente las perspectivas de crecimiento, aunque también podría tener repercusiones sobre la inflación.

²¹ El Gobierno Federal acordó ajustar durante 2006 las tarifas eléctricas de bajo consumo conforme a un factor anual de 4 por ciento, mientras que para las tarifas de alto consumo se anticipa que éstas varíen conforme a la fórmula utilizada en los últimos años (ver Informe de Inflación Julio-Septiembre de 2004). El precio del gas licuado aumentará a una tasa de 4 por ciento anual al cierre del año. A su vez, las cotizaciones del gas natural estarán sujetas tanto a los movimientos en los precios internacionales de referencia, como a las reglas que se han establecido para acotar su volatilidad (ver Diario Oficial de la Federación, 16 de mayo de 2005). En lo que respecta a los precios de las gasolinas se estima que éstos se incrementarán a lo largo del año en 3 por ciento para las ciudades del interior del país, mientras que en la frontera norte el precio se determinará conforme al nivel que alcance este combustible en las ciudades más próximas del extranjero.

El primero de ellos se refiere a la posibilidad de que China y otras economías continúen desplazando sistemáticamente a la producción manufacturera en México, la cual ha perdido posiciones tanto en los mercados externos, como internos. La posibilidad de que este escenario se presente se ha incrementado por la falta de avances para impulsar la competitividad de nuestro país. Actualmente, México ha descendido en prácticamente todos los índices internacionales que se elaboran en materia de competitividad. De este modo, si bien es cierto que, gracias al entorno internacional favorable, México ha logrado crecer, la falta de competitividad ha obstaculizado un aprovechamiento más vigoroso de las circunstancias propicias. Dicho aprovechamiento sí lo han realizado otros países que han instrumentado reformas y que hoy crecen sólidamente. De mantenerse esta tendencia al estancamiento en la competitividad, se podría estar afectando el crecimiento potencial de la economía y, por tanto, las oportunidades y la calidad del empleo en el país.

Un segundo factor de riesgo de índole externa está asociado a la posibilidad de que el elevado déficit de la cuenta corriente en los Estados Unidos se tornara insostenible. Es claro que si bien se trata de un factor de riesgo de mediano plazo, de presentarse este escenario podría tener importantes repercusiones a nivel global y, dada la integración comercial de México con ese país, sobre nuestras perspectivas de crecimiento.

Finalmente, otro factor de riesgo se deriva de que, al aproximarse el proceso electoral del 2006, pudiera incrementarse la incertidumbre política en México. En este sentido, algunos analistas han señalado que ello podría dar lugar a una mayor volatilidad en los mercados financieros. Al respecto cabe destacar que la aplicación de políticas macroeconómicas prudentes ha conducido a que México se encuentre, actualmente, en una posición mucho menos vulnerable ante choques, externos o internos.

Conviene reiterar que la estabilidad es una condición indispensable, pero no la única, que se requiere para que la economía registre un crecimiento sostenido. Los avances que se han logrado para dotar a la economía de un entorno de estabilidad influyen fundamentalmente a través de sus efectos sobre la demanda agregada, permitiendo patrones de consumo e inversión mayores y más estables a lo largo del tiempo. No obstante, el reto actual es llevar a cabo cambios estructurales que flexibilicen la estructura productiva de la economía y que, de ese modo, impacten positivamente su crecimiento potencial. En este contexto, se hace patente la necesidad de avanzar en la agenda de cambio estructural que aún está pendiente en México. En la medida en la que se alcancen consensos amplios y con una visión de largo plazo en materia de reformas, se pueden revertir los rezagos de competitividad que, en los últimos años, ha acumulado la economía mexicana frente a otras economías, y se pueden sentar bases más sólidas para el crecimiento futuro.

Programa Monetario para 2006

La Ley del Banco de México establece que en enero de cada año dicho Instituto debe enviar al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión una exposición sobre la política monetaria a seguir en el año correspondiente.²² En cumplimiento a dicho ordenamiento, a continuación se exponen los principios y lineamientos bajo los cuales se conducirá la política monetaria durante 2006.

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

1. Objetivo del Programa Monetario

El Banco de México conduce su política monetaria con el fin de alcanzar una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento y de mantenerla permanentemente alrededor de ese nivel. No obstante, aunque la política monetaria se aplique con la finalidad de llegar a los objetivos planteados, su cumplimiento está sujeto a un cierto grado de incertidumbre. Lo anterior debido a las múltiples perturbaciones a las que están expuestos la economía y el proceso de formación de precios, y a que la relación entre las acciones de la política monetaria y los resultados en el ámbito de la inflación es imprecisa. Por lo anterior, alrededor del objetivo de inflación se ha establecido un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual.

Es muy importante reiterar que el referido espacio alrededor del objetivo de inflación no constituye un margen de indiferencia o de tolerancia para la autoridad monetaria. Se trata exclusivamente de representar en forma explícita la inexactitud que inexorablemente rodea al cumplimiento puntual del objetivo, debido a las múltiples perturbaciones a las que se encuentra expuesta la inflación medida con el INPC. En este sentido, las acciones de política monetaria del Banco de México estarán encaminadas a lograr el objetivo de inflación de 3 por ciento. Sin embargo, debido a la volatilidad a la que está sujeta la inflación del INPC, en el corto plazo siempre existe la posibilidad de que se registren desviaciones transitorias.

2. Decisiones de Política Monetaria

Las acciones de política monetaria que lleva a cabo un banco central inciden con cierto rezago sobre la economía y, en especial, sobre el nivel de precios. Por consiguiente, para alcanzar las metas de inflación la autoridad

²² Ver Artículo 51 de la Ley del Banco de México.

monetaria debe tomar sus decisiones con base en una evaluación cuidadosa de la coyuntura económica y de las perspectivas sobre las condiciones inflacionarias que enfrenta.

Bajo los esquemas de objetivos de inflación, suele aconsejarse que cuando las presiones de inflación provienen por el lado de la demanda, la autoridad monetaria restrinja la postura de política monetaria. Ello obedece a que, en este caso, las presiones serían generalizadas y, de no ser contenidas con oportunidad, podrían propiciar un repunte permanente en la inflación.

Por otra parte, cuando las presiones inflacionarias tienen su origen por el lado de la oferta, éstas suelen reflejar cambios en precios relativos, los cuales afectan la inflación temporalmente. Así, en estos casos, la recomendación suele ser que la autoridad monetaria no contrarreste dichas presiones, ya que sus efectos sobre la inflación son transitorios. No obstante, si estas presiones contaminan las expectativas de inflación y el proceso de determinación de otros precios, el banco central debe restringir la política monetaria para evitar incrementos subsecuentes de precios (efectos de segundo orden).

Por lo antes señalado, resalta por su importancia para la toma de decisiones de política monetaria la correcta identificación del origen de las presiones de inflación y sus posibles efectos sobre las expectativas del público. A fin de lograr lo anterior, el Banco de México lleva a cabo un análisis sistemático de la coyuntura económica y de las presiones inflacionarias que de ésta se derivan, empleando una amplia gama de variables e indicadores y utilizando diferentes modelos económicos y estadísticos.²³ Este análisis permite identificar a qué factores obedece la evolución esperada de la inflación y evaluar su impacto sobre las expectativas de inflación de los agentes económicos y sobre el proceso de determinación de precios.

3. Instrumentación de la Política Monetaria

Los bancos centrales tienen diversos elementos o instrumentos a su alcance para conducir la política monetaria, los cuales son utilizados para propiciar que la economía cuente con condiciones monetarias congruentes con el cumplimiento de la meta de inflación.

La instrumentación de la política monetaria por parte del Banco de México se realiza a través de diferentes medios, los cuales permiten al Instituto Central comunicar al público la postura de política monetaria deseada. Al respecto, destacan las modificaciones al saldo objetivo diario para las cuentas corrientes de la banca en el Banco Central (“corto”) y lo expresado en los comunicados de política monetaria respecto a las condiciones monetarias internas.²⁴ Así, como ha sido señalado en otras ocasiones, el Banco de México mantiene dos instrumentos principales a través de los cuales induce cambios en la postura monetaria: el establecimiento de pisos en las condiciones monetarias y el “corto”. A través de los referidos pisos el Banco de México ha podido mandar

²³ En la página de Internet del Banco de México (www.banxico.org.mx) se presenta un pronóstico de la base monetaria para 2006 que puede servir como una de varias referencias generales para el seguimiento de la coyuntura económica.

²⁴ Una descripción detallada sobre el funcionamiento del “corto” puede ser encontrada en los Programas Monetarios de años anteriores.

señales más precisas a los mercados sobre la postura monetaria deseada. No obstante, conviene resaltar que el “corto” se mantiene como un instrumento de política monetaria disponible para la Junta de Gobierno, y que ésta podría utilizarlo de considerarlo conveniente.

4. Política de Comunicación con el Público

Para poder lograr la estabilidad de precios a través de un esquema de objetivos de inflación, es indispensable transmitir con claridad al público los objetivos, estrategia e instrumentos del banco central. La importancia del anuncio de las metas de inflación radica en que facilita la convergencia de las expectativas del público con dichas metas. Ello en virtud del compromiso del banco central a actuar para alcanzar su objetivo de inflación. De la misma forma, la transparencia en cuanto al proceso de toma de decisiones de política monetaria ha permitido al Banco de México esclarecer los motivos que sustentan sus acciones. Esta transparencia genera mayor certidumbre en el público, facilita la consecución de los objetivos del Banco Central y, por ende, disminuye el costo de abatir la inflación. Adicionalmente, la mayor transparencia y la política de comunicación con el público han contribuido a fortalecer la rendición de cuentas del Instituto Central con la sociedad.

Entre los documentos que apoyan la estrategia de comunicación del Banco de México se encuentran el Programa Monetario y los Informes sobre la Inflación. Asimismo, a partir de 2003 el Instituto Central ha venido anunciando sus decisiones de política monetaria en fechas previamente establecidas, acompañadas de un boletín de prensa en el cual se informa al público las decisiones de la Junta de Gobierno respecto a la postura de política monetaria.²⁵

²⁵ Estas fechas son dadas a conocer en el Informe sobre la Inflación correspondiente al tercer trimestre del año previo.