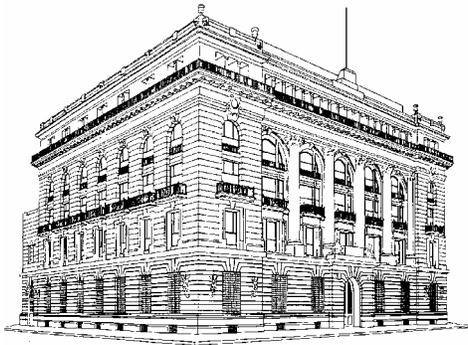


Informe sobre la
Inflación
Octubre – Diciembre 2004
y
Programa Monetario
para 2005



BANCO DE MEXICO

ENERO, 2005

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÚÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 28 de enero de 2005. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

INDICE

Informe sobre la Inflación Octubre-Diciembre 2004

| | |
|---|-----------|
| I. Introducción | 1 |
| II. Evolución y Principales Determinantes de la Inflación Octubre - Diciembre 2004 .. | 4 |
| II.1. Evolución de la Inflación durante 2004..... | 4 |
| II.2. Evolución de los Distintos Indicadores de la Inflación en el Trimestre..... | 6 |
| II.2.1. Inflación Anual..... | 6 |
| II.2.1.1. Inflación No Subyacente..... | 7 |
| II.2.1.2. Inflación Subyacente..... | 10 |
| II.2.2. Inflación Mensual..... | 12 |
| II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor | 13 |
| II.3. Principales Determinantes de la Inflación..... | 13 |
| II.3.1. Entorno Externo | 13 |
| II.3.1.1. Precio del Petróleo | 14 |
| II.3.1.2. Evolución de la Economía de los Estados Unidos..... | 15 |
| II.3.1.3. Evolución de la Economía del Resto del Mundo..... | 21 |
| II.3.2. Salarios, Productividad y Empleo | 25 |
| II.3.2.1. Salarios y Productividad | 25 |
| II.3.2.1.1 Salarios Contractuales..... | 25 |
| II.3.2.1.2 Salario Mínimo..... | 26 |
| II.3.2.1.3 Remuneraciones y Productividad..... | 27 |
| II.3.2.2. Empleo | 30 |
| II.3.3. Oferta y Demanda Agregadas | 34 |
| II.3.4. Balanza de Pagos y Flujos de Capital | 39 |
| III. La Política Monetaria durante el Cuarto Trimestre de 2004 | 43 |
| III.1. Acciones de Política Monetaria..... | 43 |
| III.2. Agregados Monetarios y Crediticios | 48 |
| III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales..... | 48 |
| III.2.2. Agregados Monetarios y Financiamiento | 50 |
| IV. Perspectivas del Sector Privado para 2004-2005..... | 52 |
| IV.1. Pronósticos sobre la Actividad Económica y sobre otras Variables que Influyen en la Inflación..... | 52 |
| IV.2. Expectativas sobre la Inflación..... | 53 |
| V. Balance de Riesgos y Conclusiones..... | 55 |

Programa Monetario para 2005

| | |
|---|-----------|
| Programa Monetario para 2005..... | 61 |
| 1. Objetivo del Programa Monetario | 61 |
| 2. Decisiones de Política Monetaria..... | 61 |
| 3. Instrumentación de la Política Monetaria | 62 |
| 4. Política de Comunicación con el Público | 64 |

I. Introducción

Durante 2004 la economía mundial continuó expandiéndose a un ritmo favorable. La previsión para 2005 continúa siendo positiva, a pesar de que se espera una moderada reducción en su tasa de crecimiento.

En particular, se anticipa que la economía de los Estados Unidos registrará un ritmo de crecimiento más cercano a su potencial. Así, a pesar de que se espera una disminución en el ritmo de crecimiento de la demanda agregada respecto al año anterior, se considera que tanto el consumo como la inversión mostrarán trayectorias favorables. A su vez, la producción industrial estadounidense continúa en proceso de expansión, esperándose que registre un crecimiento superior al del PIB. Por su parte, se espera que la inflación general en dicho país se reduzca, si bien es previsible que la trayectoria de su componente subyacente se estabilice alrededor de los niveles observados a finales de 2004. Con base en la información más reciente, no se vislumbran presiones importantes en este frente en el corto plazo.

En general, durante 2004 los mercados financieros internacionales mostraron poca volatilidad, abundante liquidez y una considerable búsqueda por rendimientos. Ello se sustentó en un escenario favorable de crecimiento, pocas presiones inflacionarias a nivel mundial –salvo por el alza en los precios de diversas materias primas, incluyendo el considerable incremento en los precios del crudo– y mejoras tanto en las ganancias de las empresas en los Estados Unidos, como en la calidad crediticia de los mercados emergentes.

Es importante destacar que las condiciones financieras descritas prevalecieron a pesar de que, hacia mediados del año, el Banco de la Reserva Federal inició el ciclo de acciones encaminadas a retirar el estímulo monetario. Ello se debe, entre otros factores, a que la inflación subyacente y sus expectativas en los Estados Unidos se han mantenido relativamente contenidas, lo que ha permitido que dichas acciones estén procediendo a un ritmo medido. Así, en contraste con ciclos anteriores, cuando el Banco de la Reserva Federal ha actuado en dirección de restringir la política monetaria, en esta ocasión las tasas de interés para plazos mayores han permanecido en niveles relativamente bajos.

En este entorno, la actividad económica nacional mantuvo una expansión anual de alrededor de 4.7 por ciento durante el

cuarto trimestre de 2004. Al respecto, destacan por su importancia tanto el dinamismo de la demanda de nuestras exportaciones, como la disponibilidad de recursos que han impulsado los componentes internos del gasto. En esto último, resaltan, por su cuantía, los ingresos petroleros y las remesas familiares, así como el ritmo al que ha venido creciendo el crédito al consumo e hipotecario. Todo ello ha sido propicio para mantener el vigor con el que se expande el consumo y consolidar el repunte de la inversión. Por su parte, el crecimiento de la producción, industrial y manufacturera, fue favorable y contribuyó a la creación de empleos. No obstante, cabe señalar que el ritmo al cual crece el empleo se atenuó en el cuarto trimestre.

El entorno externo influyó significativamente en la evolución de inflación general en nuestro país. En particular, durante 2004 continuó elevándose la contribución al crecimiento mundial de diversas economías asiáticas, en especial la de China, que se caracterizan por un uso intensivo de energéticos, metales y otras materias primas, y que además han venido incrementando considerablemente sus importaciones de una amplia gama de alimentos. En consecuencia, se registraron fuertes presiones sobre las cotizaciones de estos bienes en los mercados internacionales, lo que afectó a la inflación general. Por su naturaleza, estos choques de oferta impactaron principalmente al componente no subyacente del INPC y al grupo de alimentos del subíndice de precios subyacente de las mercancías.

En adición a lo anterior, durante el cuarto trimestre del año, diversos factores climáticos incidieron sobre las condiciones de oferta de varios productos agrícolas en México y los Estados Unidos. En particular, los huracanes que afectaron la costa este de este último mermaron significativamente las cosechas de diversas frutas y verduras. Especialmente, el precio del jitomate se vio sujeto a importantes presiones, las cuales comenzaron a ceder en diciembre.

Por lo que se refiere al panorama que enfrenta la inflación en 2005, cabe mencionar dos aspectos.

- (a) En primer lugar, se anticipa que los precios de las materias primas tendrán un comportamiento más favorable.
- (b) En segundo lugar, en lo que concierne a las presiones inflacionarias por el lado de la demanda, cabe recordar que dado que la economía transita por la fase alta de su ciclo, la capacidad productiva no utilizada en diferentes

sectores continuará estrechándose. Ello podría generar condiciones bajo las cuales un mayor número de productores estaría en posibilidad de incrementar sus precios con mayor facilidad. Además, bajo este entorno, se eleva la probabilidad de que se presenten secuelas de las perturbaciones de oferta que afectaron a la inflación en 2004. Todo ello resulta especialmente relevante en los primeros meses del año, cuando la estacionalidad de los distintos subíndices de precios que conforman el índice subyacente es elevada, ya que los productores de un gran número de bienes y servicios tienden a concentrar sus revisiones de precios hacia principios de año.

En este contexto, es importante mencionar que, a pesar del crecimiento que muestran los diferentes rubros del gasto, de la evolución de diferentes indicadores de la demanda agregada no se vislumbran presiones de consideración sobre la inflación. No obstante, es claro que en 2005 el Instituto Central continuará enfrentando retos importantes en materia de combate a la inflación. A saber: i) la inflación subyacente parece haberse estabilizado, aunque en niveles relativamente altos; ii) en especial, la inflación subyacente de los servicios distintos a los de la vivienda ha mostrado resistencia a la baja e, inclusive, en los últimos meses ha presentado un repunte como resultado de los aumentos de los precios de los alimentos y de los energéticos ocurridos en meses anteriores; y, iii) los niveles de la inflación subyacente y sus expectativas sugieren que el objetivo de inflación de largo plazo todavía no se ha incorporado de manera generalizada en la formación de precios en la economía.

En consecuencia, el Banco de México se mantendrá atento a que no se presenten secuelas del fuerte repunte que mostró la inflación en 2004, y estará particularmente vigilante tanto del comportamiento de la demanda agregada y de las presiones sobre la inflación que de ésta pudieran generarse, como de las negociaciones salariales. Ello a fin de que las condiciones monetarias propicien la convergencia de la inflación hacia su meta.

II. Evolución y Principales Determinantes de la Inflación Octubre - Diciembre 2004

II.1. Evolución de la Inflación durante 2004

Al cierre del cuarto trimestre de 2004, la inflación general anual se ubicó en 5.19 por ciento, cifra superior en 1.21 puntos porcentuales a la registrada al cierre del año previo. En cuanto a los componentes del INPC, la inflación subyacente anual aumentó 0.14 puntos porcentuales en igual periodo de comparación, mientras que la no subyacente lo hizo en 3.54 puntos.

Durante 2004 las principales presiones inflacionarias provinieron del alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas. Ello se debió en gran medida a que durante la presente recuperación cíclica de la economía mundial aumentó la participación en el crecimiento de economías, en especial China, que se distinguen por un empleo abundante de energéticos, metales, y otras materias primas, las cuales, además, incrementaron sus importaciones de diversos alimentos. Estos choques de oferta impactaron principalmente al componente no subyacente del INPC y al de los alimentos procesados del subíndice de precios subyacente de las mercancías. Al respecto, cabe destacar:

- (a) El alza de las cotizaciones internacionales de los energéticos incidió desfavorablemente sobre los precios y tarifas de los bienes y servicios administrados, cuya variación anual pasó de 6.11 por ciento en diciembre de 2003, a 10.02 por ciento al cierre de 2004. Entre sus componentes destaca el incremento que registró la tasa de variación anual del gas para uso doméstico, que pasó de 7.75 a 18.27 por ciento en el lapso referido.¹
- (b) La tasa de variación anual de los precios de los productos pecuarios se elevó, al pasar de 8.34 por ciento a finales de 2003, a 12.69 por ciento en diciembre de 2004. Estos precios se vieron presionados por tres factores: una mayor demanda global de productos cárnicos; problemas sanitarios que redundaron en una reducción de la producción mundial de carne de res, situación que en México se exacerbó por las restricciones que impusieron las autoridades a su importación; y, la presión sobre los

¹ El genérico "gas para uso doméstico" del INPC se integra en un 95 por ciento por gas LP y en un 5 por ciento por gas natural.

costos de producción derivada del alza en el precio del alimento para ganado que se produce con diversos granos, cuyos precios también experimentaron incrementos considerables.

- (c) Por su parte, el incremento tanto en los precios de los bienes pecuarios, como en los de algunos granos y cereales, que son empleados en la fabricación de diversos alimentos procesados, entre otros, impactaron al precio de estos últimos. Esto se reflejó en una fuerte presión al alza en los precios del grupo de alimentos del subíndice de precios subyacente de mercancías, que pasó de una variación anual de 4.70 por ciento en diciembre de 2003, a 7.04 por ciento al cierre de 2004 (Cuadro 1).

Cuadro 1 **Índices de Precios**
Variación anual y contribución en por ciento

| | Dic-2003/ Dic-2002 | Dic-2003/ Dic-2002 | Dic-2004/ Dic-2003 | Dic-2004/ Dic-2003 | Diferencia en Contribución ^{3/} |
|--------------------------------------|-----------------------|----------------------------|-----------------------|----------------------------|--|
| | Variación | Contribución ^{3/} | Variación | Contribución ^{3/} | |
| INPC | 3.98 | 3.98 | 5.19 | 5.19 | 1.2140 |
| Subyacente | 3.66 | 2.51 | 3.80 | 2.59 | 0.0818 |
| Mercancías | 2.62 | 0.95 | 3.87 | 1.38 | 0.4345 |
| Alimentos | 4.70 | 0.68 | 7.04 | 1.03 | 0.3463 |
| Otras mercancías | 1.24 | 0.27 | 1.69 | 0.36 | 0.0882 |
| Servicios | 4.84 | 1.56 | 3.72 | 1.21 | -0.3527 |
| Vivienda | 4.12 | 0.73 | 3.70 | 0.66 | -0.0747 |
| Otros servicios | 5.72 | 0.83 | 3.74 | 0.55 | -0.2780 |
| No Subyacente | 4.66 | 1.47 | 8.20 | 2.60 | 1.1322 |
| Agropecuarios | 3.65 | 0.31 | 10.11 | 0.85 | 0.5436 |
| Frutas y Verduras | -2.36 | -0.09 | 6.43 | 0.22 | 0.3114 |
| Jitomate | 0.30 | 0.00 | 23.24 | 0.15 | 0.1509 |
| Resto ^{1/} | -2.97 | -0.09 | 2.51 | 0.07 | 0.1605 |
| Pecuarios | 8.34 | 0.40 | 12.69 | 0.63 | 0.2322 |
| Carne de Res | 10.62 | 0.23 | 15.51 | 0.36 | 0.1280 |
| Resto ^{2/} | 6.42 | 0.17 | 10.22 | 0.27 | 0.1042 |
| Administrados y Concertados | 3.91 | 0.69 | 7.51 | 1.32 | 0.6306 |
| Administrados | 6.11 | 0.51 | 10.02 | 0.85 | 0.3429 |
| Gasolina bajo octanaje ^{4/} | 4.74 | 0.14 | 5.42 | 0.17 | 0.0220 |
| Gasolina alto octanaje ^{4/} | 2.37 | 0.01 | 8.47 | 0.04 | 0.0277 |
| Electricidad | 7.04 | 0.20 | 9.15 | 0.26 | 0.0669 |
| Gas doméstico | 7.75 | 0.16 | 18.27 | 0.38 | 0.2264 |
| Concertados | 1.90 | 0.18 | 5.13 | 0.46 | 0.2877 |
| Educación | 8.59 | 0.47 | 7.50 | 0.43 | -0.0419 |

1/ Incluye el resto de frutas y verduras.

2/ Incluye huevo, carne de cerdo, pescado y otras carnes.

3/ En ciertos casos, la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

4/ Los genéricos gasolina de alto y bajo octanaje incluyen tanto las cotizaciones de las localidades del interior del país como las de las ciudades fronterizas. En el primer caso, el precio del referido energético se ajusta mensualmente de acuerdo a un desliz predeterminado al inicio del año; en el segundo, las cotizaciones se determinan de acuerdo a las prevalecientes en la ciudad extranjera más próxima.

A las presiones inflacionarias antes descritas se sumaron:

- (d) El alza en el subíndice de los precios concertados, principalmente como consecuencia del aumento de las tarifas del transporte público en el Distrito Federal y en el Estado de México.

- (e) El incremento en los precios de diversas frutas y verduras durante el segundo semestre del 2004, derivado de la contracción de la oferta de algunos de estos productos como consecuencia de condiciones climáticas adversas tanto en México como en los Estados Unidos. Así, las frutas y verduras pasaron de una variación anual de -2.36 por ciento al cierre de 2003, a una de 6.43 por ciento en diciembre de 2004. Por su importancia, destaca el incremento en el precio del jitomate, que se vio sujeto a importantes presiones entre agosto y noviembre, si bien éstas comenzaron a ceder en diciembre.

Por tanto, durante 2004, diversas presiones de oferta, principalmente de naturaleza externa, incidieron en forma significativa sobre la inflación general.

La inflación subyacente anual se ubicó en 3.80 por ciento al cierre del 2004, lo que implicó un incremento de 0.14 puntos porcentuales respecto al resultado del mismo periodo del año previo. Ello fue producto de trayectorias divergentes en sus componentes. La tasa de variación anual del subíndice de las mercancías aumentó 1.25 puntos en el periodo referido, mientras que la de los servicios contrarrestó parcialmente dicho efecto al descender 1.12 puntos. Cabe señalar que la principal contribución al alza de las mercancías provino del incremento en las cotizaciones de los alimentos procesados (en gran parte ante el aumento en los precios internacionales de diversas materias primas que se utilizan como insumos en su elaboración). Por lo que se refiere a los servicios, destacó el menor ritmo de crecimiento en los precios de aquéllos distintos a la vivienda, si bien éste se incrementó en los últimos meses del año.

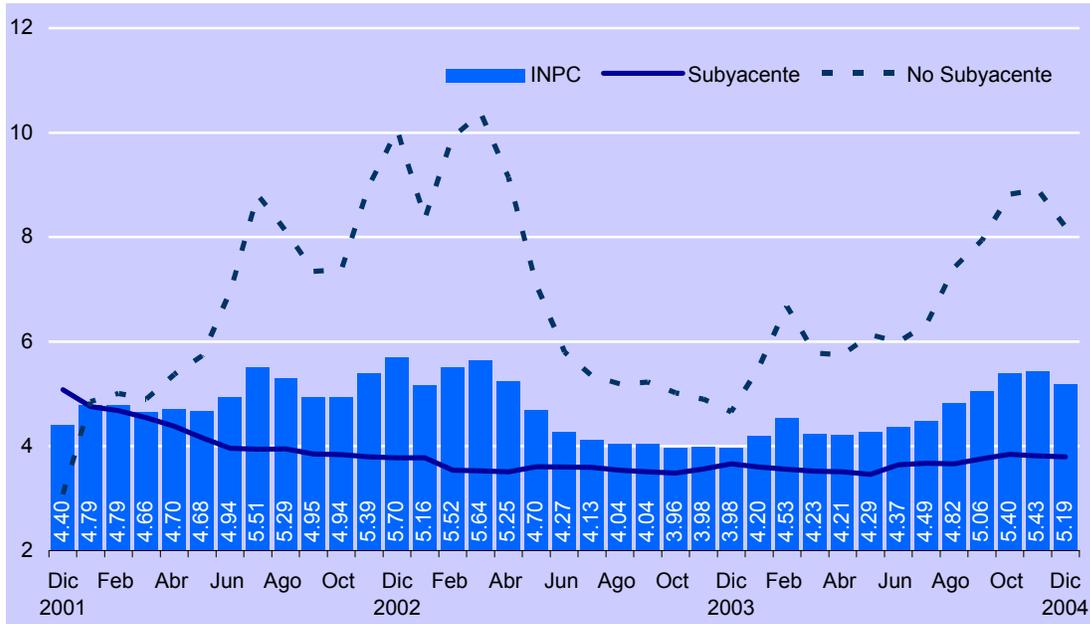
II.2. Evolución de los Distintos Indicadores de la Inflación en el Trimestre

II.2.1. Inflación Anual

Al finalizar el 2004 la inflación general anual se situó en 5.19 por ciento, lo que significó un incremento de 0.13 puntos porcentuales con respecto al nivel que había mostrado al cierre de septiembre. En dicho lapso, el comportamiento de este indicador estuvo determinado en lo principal por el alza de 0.27 puntos que mostró la tasa de variación anual del índice no subyacente, toda vez que la inflación subyacente anual tuvo en el periodo un incremento de tan sólo 0.04 puntos (Gráfica 1).

Gráfica 1

Índice Nacional de Precios al Consumidor, Índices de Precios Subyacente y No Subyacente
Variación anual en por ciento



II.2.1.1. Inflación No Subyacente

Durante el cuarto trimestre de 2004 se presentaron perturbaciones de oferta adicionales, que se reflejaron principalmente en el índice de precios no subyacente. El desempeño de este índice en el periodo referido se distinguió por lo siguiente:

- (a) El incremento que registró su tasa de variación anual fue impulsado por el alza de las cotizaciones de un número reducido de genéricos, destacando los aumentos de precio del jitomate y del gas LP (Cuadro 2 y Recuadro 1).
- (b) El ritmo de crecimiento de las cotizaciones del genérico electricidad se moderó al inició del trimestre debido al ajuste que se presentó en las tarifas que corresponden a los consumos altos (DAC). Esto fue consecuencia, principalmente, de la reducción que se observó en los precios del gas natural durante el tercer trimestre del año.

Recuadro 1

Contribución a la Inflación General de las Variaciones de las Cotizaciones del Jitomate y del Gas para Uso Doméstico

El aumento que experimentó la inflación no subyacente durante el cuarto trimestre, fue resultado principalmente de las alzas en los precios del jitomate y del gas para uso doméstico. En ese lapso, la tasa de crecimiento anual del primer genérico se elevó de 12.44 a 23.24 por ciento, mientras que la correspondiente al segundo pasó de 14.28 a 18.27 por ciento. La magnitud de dichos incrementos, aunada a la elevada ponderación que tienen esos rubros en el INPC (0.50 por ciento en el caso del jitomate y 1.84 por ciento en el del gas para uso doméstico), produjeron un impacto significativo sobre la inflación general. De hecho, la suma del incremento de sus respectivas contribuciones fue de 0.16 puntos, lo que resultó mayor que el aumento que registró la inflación general anual en el cuarto trimestre de 2004.

En cuanto al peso que tiene el jitomate dentro del INPC, es importante recordar que la canasta de ponderadores del INPC se determina conforme a los patrones de consumo de la población urbana del país, los cuales se estiman con base en la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares que levanta periódicamente el INEGI. Aun cuando el peso de este bien en la canasta del INPC pudiera parecer elevado, una comparación internacional de las estructuras de los índices de precios al consumidor muestra que éste es similar al que se tiene en otros países de América Latina, en los que ya sea la dieta alimenticia o el ingreso per cápita son parecidos a los de los mexicanos (Cuadro 1).

Cuadro 1

Ponderación del Jitomate en Diversos Índices de Precios al Consumidor: Comparación Internacional

| América Latina | Ponderador | Resto del Mundo | Ponderador |
|----------------|------------|-----------------|------------|
| Argentina | 0.52 | Alemania | 0.27 |
| Brasil | 0.43 | Australia | 0.13 |
| Chile | 0.48 | Canadá | 0.12 |
| Costa Rica | 0.56 | España | 0.38 |
| México | 0.50 | Estados Unidos | 0.10 |
| Nicaragua | 0.52 | Gran Bretaña | 0.08 |
| Perú | 0.51 | Italia | 0.39 |
| Uruguay | 0.49 | Japón | 0.08 |
| | | Corea | 0.02 |
| | | Malasia | 0.03 |

La elevación del precio del jitomate fue producto de una severa contracción de la oferta que tuvo lugar debido a condiciones climáticas adversas, tanto en México como en Estados Unidos. El impacto del alza en este precio tuvo un efecto súbito sobre la trayectoria del INPC. La incidencia de dichas variaciones alcanzó hasta 0.46 puntos porcentuales

en noviembre (Gráfica 1). En diciembre, el abasto del jitomate comenzó a regularizarse y, con ello, su precio descendió, con lo cual al cierre del año la contribución de este genérico a la inflación general anual se redujo 0.15 puntos.

Gráfica 1
Incidencia del Precio del Jitomate sobre la Inflación General Anual



En contraste con el efecto súbito y de corta duración que tuvo el precio del jitomate sobre la inflación general, la elevación en el precio del gas para uso doméstico tuvo una contribución creciente sobre la inflación general a lo largo del año (Gráfica 2). La incidencia de este genérico sobre la inflación general anual alcanzó su nivel máximo del año en diciembre, con 0.38 puntos porcentuales. Por ello, su efecto podría tener una mayor permanencia, en la medida que se continúen registrando variaciones mensuales positivas.

Gráfica 2
Incidencia del Precio del Gas para Uso Doméstico sobre la Inflación General Anual



- (c) Adicionalmente, disminuyeron las presiones inflacionarias provenientes del subíndice de los productos pecuarios. Ello se debió en mayor medida a la reducción en la tasa de variación anual del precio del huevo, que pasó de 18.10 a 5.19 por ciento en el trimestre analizado, y también por la baja que se observó en la de la carne de res (reducción de 18.23 a 15.51 por ciento en el mismo lapso, Gráfica 3).

Cuadro 2 **Índices de Precios**
Variación anual y contribución en por ciento

| | Sep-2004/ Sep-2003 Variación | Sep-2004/ Sep-2003 Contribución ^{3/} | Dic-2004/ Dic-2003 Variación | Dic-2004/ Dic-2003 Contribución ^{3/} | Diferencia en Contribución ^{3/} |
|--------------------------------------|------------------------------------|---|------------------------------------|---|--|
| INPC | 5.06 | 5.06 | 5.19 | 5.19 | 0.1303 |
| Subyacente | 3.76 | 2.59 | 3.80 | 2.59 | 0.0058 |
| Mercancías | 3.82 | 1.38 | 3.87 | 1.38 | 0.0073 |
| Alimentos | 6.98 | 1.02 | 7.04 | 1.03 | 0.0101 |
| Otras mercancías | 1.68 | 0.36 | 1.69 | 0.36 | -0.0028 |
| Servicios | 3.69 | 1.21 | 3.72 | 1.21 | -0.0015 |
| Vivienda | 3.93 | 0.70 | 3.70 | 0.66 | -0.0476 |
| Otros servicios | 3.40 | 0.51 | 3.74 | 0.55 | 0.0461 |
| No Subyacente | 7.93 | 2.47 | 8.20 | 2.60 | 0.1245 |
| Agropecuarios | 9.99 | 0.82 | 10.11 | 0.85 | 0.0319 |
| Frutas y Verduras | 4.04 | 0.14 | 6.43 | 0.22 | 0.0875 |
| Jitomate | 12.44 | 0.07 | 23.24 | 0.15 | 0.0781 |
| Resto ^{1/} | 2.22 | 0.06 | 2.51 | 0.07 | 0.0094 |
| Pecuarios | 14.14 | 0.68 | 12.69 | 0.63 | -0.0555 |
| Carne de Res | 18.23 | 0.40 | 15.51 | 0.36 | -0.0423 |
| Huevo | 18.10 | 0.11 | 5.19 | 0.03 | -0.0781 |
| Resto ^{2/} | 8.44 | 0.17 | 11.93 | 0.23 | 0.0649 |
| Administrados y Concertados | 7.09 | 1.22 | 7.51 | 1.32 | 0.1002 |
| Administrados | 9.54 | 0.76 | 10.02 | 0.85 | 0.0892 |
| Gasolina bajo octanaje ^{4/} | 4.24 | 0.13 | 5.42 | 0.17 | 0.0330 |
| Gasolina alto octanaje ^{4/} | 8.34 | 0.04 | 8.47 | 0.04 | 0.0001 |
| Electricidad | 12.68 | 0.29 | 9.15 | 0.26 | -0.0263 |
| Gas doméstico | 14.28 | 0.30 | 18.27 | 0.38 | 0.0823 |
| Concertados | 4.94 | 0.45 | 5.13 | 0.46 | 0.0111 |
| Educación | 7.51 | 0.44 | 7.50 | 0.43 | -0.0077 |

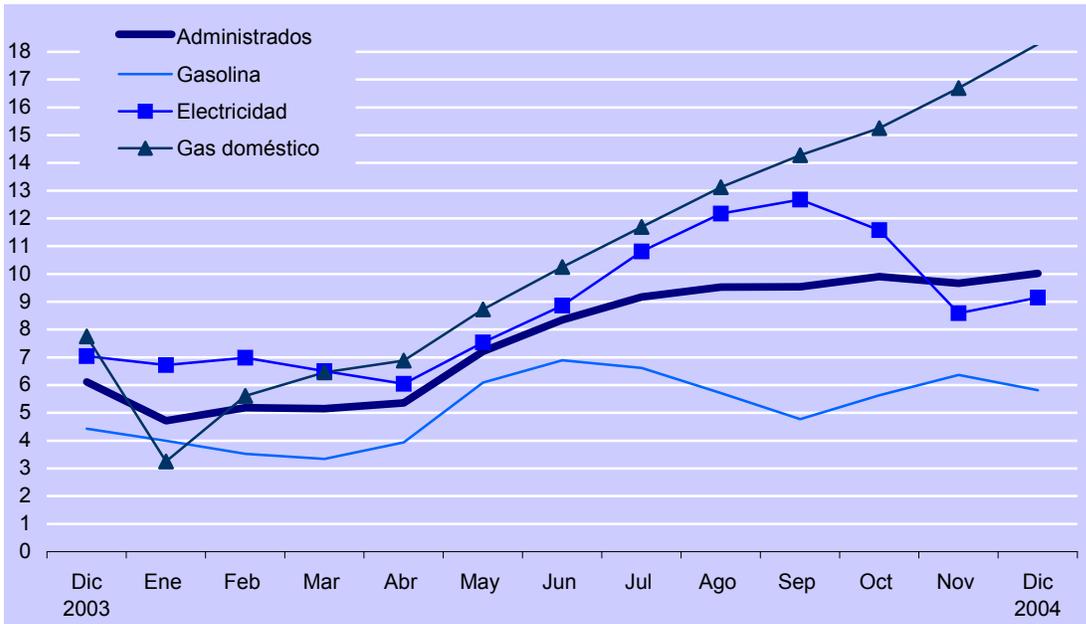
1/ Incluye el resto de frutas y verduras.

2/ Incluye carne de pescado, de cerdo y otras carnes.

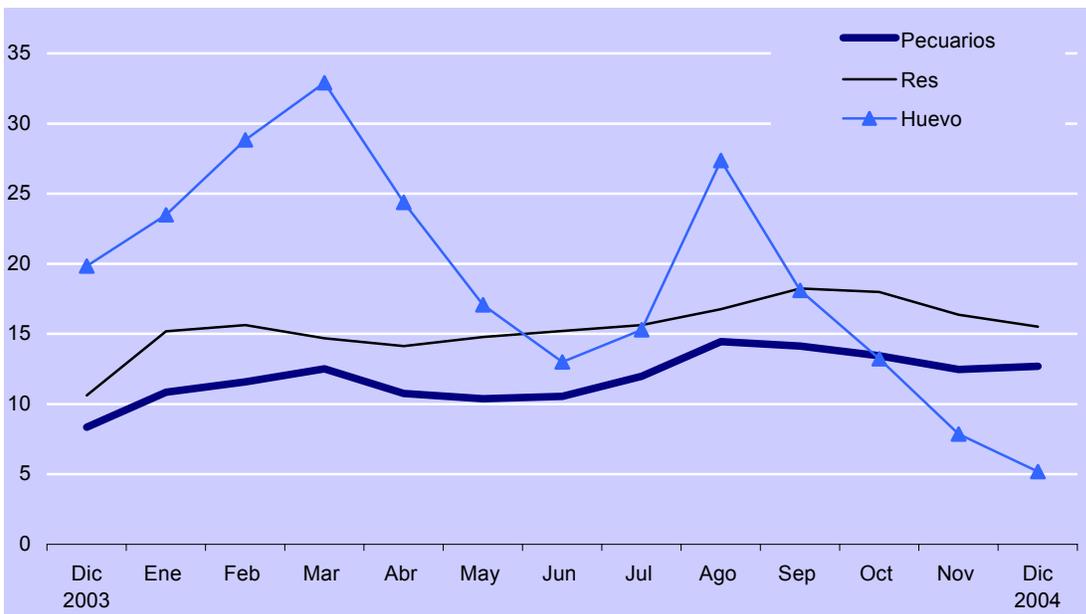
3/ En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

4/ Los genéricos gasolina de alto y bajo octanaje incluyen tanto las cotizaciones de las localidades del interior del país como las de las ciudades fronterizas. En el primer caso, el precio del referido energético se ajusta mensualmente de acuerdo a un deslíz predeterminado al inicio del año; en el segundo, las cotizaciones se determinan de acuerdo a las prevalecientes en la ciudad extranjera más próxima.

Gráfica 2 **Índice de Precios Administrados**
Variación anual en por ciento



Gráfica 3 **Índice de Precios de los Productos Pecuarios**
Variación anual en por ciento



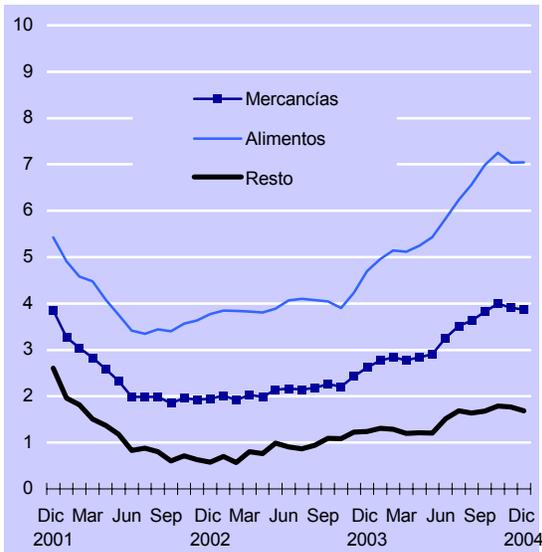
II.2.1.2. Inflación Subyacente

La inflación subyacente anual se situó al cierre de diciembre de 2004 en 3.80 por ciento, mientras que al cierre de

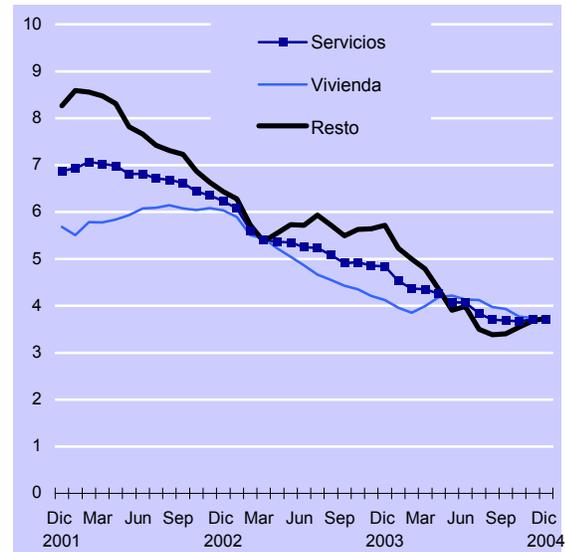
septiembre había sido de 3.76 por ciento. Este resultado fue, en lo principal, producto de un incremento de 0.05 puntos porcentuales en la tasa de variación anual del subíndice de las mercancías. Este incremento se derivó, en buena medida, de la persistencia de los efectos de los aumentos que mostraron anteriormente las cotizaciones internacionales de diversas materias primas que se utilizan en la elaboración de los alimentos. No obstante, dicha influencia comenzó a disiparse en noviembre y diciembre, lo cual contribuyó a moderar la trayectoria alcista de las mercancías (Gráfica 4).

Gráfica 4 Índice Subyacente de las Mercancías y de los Servicios
Variación anual en por ciento

a) Mercancías



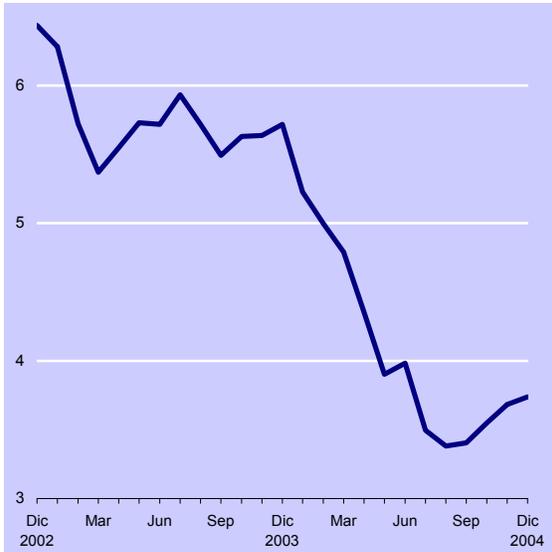
b) Servicios



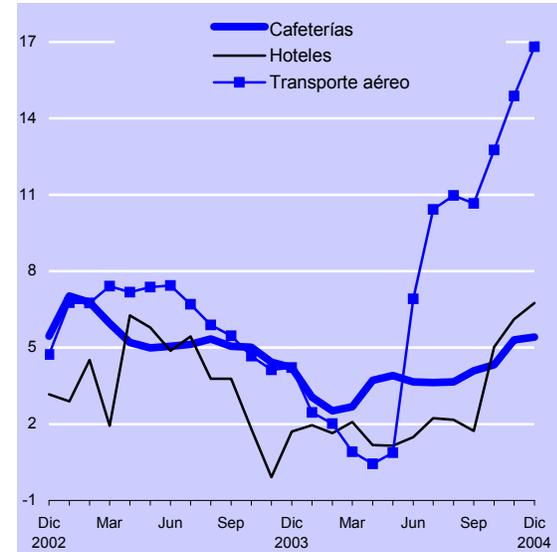
Por otra parte, la tasa de variación anual del subíndice de precios de los servicios registró, en el trimestre en cuestión, un incremento de 0.03 puntos porcentuales. Al interior de este subíndice, la variación anual del rubro de la vivienda presentó una baja que casi permitió compensar el alza de la del resto de los servicios (Gráfica 5). La tasa de crecimiento anual de este último rubro se elevó de 3.40 por ciento en septiembre, a 3.74 por ciento en diciembre. Ello debido, principalmente, al alza en los precios de diversas materias primas que requieren los oferentes de algunos de los servicios incluidos en dicho subíndice. Ejemplo de ello es el incremento en las tarifas del transporte aéreo, cuya tasa de variación anual pasó de 10.66 a 16.82 por ciento durante el periodo referido, parcialmente en respuesta al alza en el costo de la turbosina (cuya tasa aumentó de 18.78 a 33.25 por ciento en ese lapso).

Gráfica 5 Índice Subyacente de los Servicios Distintos a la Vivienda y Genéricos Seleccionados
Variación anual en por ciento

a) Servicios Distintos a la Vivienda



b) Genéricos Seleccionados



II.2.2. Inflación Mensual

La inflación mensual en octubre, noviembre y diciembre de 2004 se ubicó respectivamente en 0.69, 0.85 y 0.21 por ciento. En los dos primeros meses los resultados fueron significativamente mayores a los pronósticos captados en la Encuesta de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recabó el Banco de México antes del inicio del cuarto trimestre. En diciembre ocurrió lo contrario (Cuadro 3). Estas diferencias se debieron primordialmente a la volatilidad que exhibió la inflación no subyacente.

Cuadro 3 Inflación Mensual Observada y Esperada
Por ciento

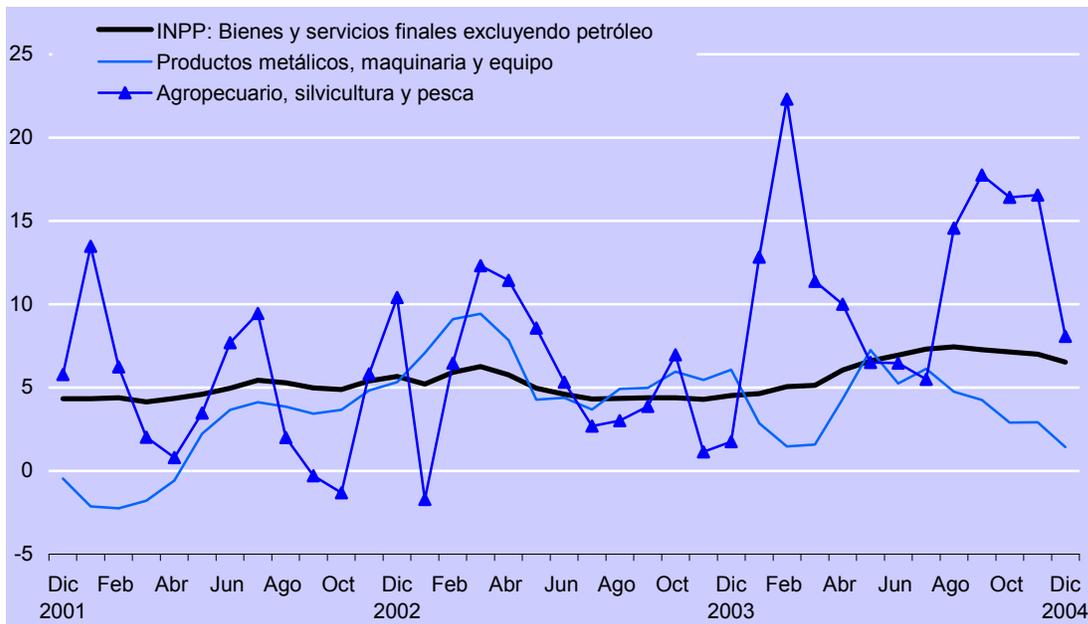
| Mes | 2003 | | | | 2004 | | | |
|-----------|---------------|------------|------|------------------------|---------------|------------|------|------------------------|
| | Observada | | | Esperada ^{1/} | Observada | | | Esperada ^{1/} |
| | No Subyacente | Subyacente | INPC | INPC | No Subyacente | Subyacente | INPC | INPC |
| Octubre | 0.64 | 0.24 | 0.37 | 0.37 | 1.47 | 0.33 | 0.69 | 0.35 |
| Noviembre | 2.00 | 0.30 | 0.83 | 0.56 | 2.08 | 0.27 | 0.85 | 0.62 |
| Diciembre | 0.66 | 0.32 | 0.43 | 0.50 | 0.01 | 0.30 | 0.21 | 0.37 |

^{1/} Inflación esperada al final del trimestre previo según la Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba el Banco de México.

II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor

En diciembre de 2004, la variación anual del INPP de mercancías y servicios finales sin petróleo se ubicó en 6.52 por ciento. Ello implicó una reducción de 0.75 puntos porcentuales respecto a la cifra correspondiente observada en septiembre. Este resultado se vio impulsado por una disminución en las tasas de crecimiento anual de dos subíndices: el de los productos agropecuarios y el de los productos metálicos, maquinaria y equipo (Gráfica 6). En el primer caso, los genéricos cuyos precios destacaron por su contribución al descenso de dichas tasas fueron los de los siguientes bienes: jitomate, chiles frescos, huevo, limón y cebolla. Esto refleja la regularización de la oferta de estos productos que se presentó hacia finales del año. En el segundo caso, sobresalieron la baja en la variación anual de las cotizaciones de los automóviles, computadoras y camiones de exportación.

Gráfica 6 Índice Nacional de Precios Productor
Variación anual en por ciento



II.3. Principales Determinantes de la Inflación

II.3.1. Entorno Externo

La recuperación de la economía mundial continuó durante el cuarto trimestre de 2004, a pesar del alza adicional de los precios internacionales del petróleo a nuevos máximos históricos. El

crecimiento global fue impulsado principalmente por la fortaleza de la actividad económica en los Estados Unidos y en los países emergentes del este de Asia. Por su parte, la expansión en las economías de la zona del euro y Japón continuó viéndose afectada por la apreciación de sus monedas y el alza en los precios del crudo, entre otros factores. En los mercados financieros y cambiarios, los acontecimientos más relevantes durante el trimestre fueron la continuación del retiro gradual del estímulo monetario en los Estados Unidos y la significativa depreciación del dólar estadounidense frente a las principales monedas. La combinación de una economía mundial en expansión, liquidez abundante, búsqueda de rendimientos por parte de los inversionistas y mejoras en la situación económica de diversas economías emergentes, dio lugar a un fuerte repunte de las emisiones de bonos de estos países y a una caída de los márgenes sobre su deuda soberana a mínimos históricos. Si bien se prevé una modesta desaceleración de la economía mundial en 2005, se espera que el entorno externo siga siendo favorable. Este escenario enfrenta diversos riesgos: entre ellos, destacan los que se derivan de la posibilidad de nuevos incrementos de los precios del petróleo, de un aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos a un ritmo más acelerado de lo anticipado, y de los elevados déficit fiscal y en cuenta corriente en ese país.

II.3.1.1. Precio del Petróleo

Los precios del petróleo mostraron una gran volatilidad durante el cuarto trimestre, debido al crecimiento de la demanda mundial de petróleo crudo y sus derivados, en un contexto de incertidumbre sobre las condiciones de oferta. Luego de alcanzar sus máximos históricos el 22 de octubre (el WTI se ubicó en 55.83 dólares por barril en esa fecha), los precios del crudo mostraron un marcado descenso al aumentar el nivel de los inventarios en los países miembros de la OCDE, particularmente en los Estados Unidos. Esta tendencia a la baja fue interrumpida a mediados de diciembre, al resurgir temores por las bajas temperaturas en el hemisferio norte y por la decisión de la OPEP de reducir su producción en un millón de barriles diarios a partir del 1 de enero de 2005. El precio promedio del WTI aumentó de 43.88 dólares por barril en el tercer trimestre, a 48.30 dólares en el cuarto, ubicándose en 43.36 dólares por barril al cierre del año. Por su parte, la mezcla mexicana promedió 33.34 dólares por barril en el cuarto trimestre, cifra similar a la observada durante el período julio-septiembre (28.80 dólares por barril a fines de diciembre).²

² Al 27 de enero el precio del WTI y de la mezcla mexicana se ubicaban en 48.84 y 33.39 dólares por barril, respectivamente.

II.3.1.2. Evolución de la Economía de los Estados Unidos

La actividad económica en los Estados Unidos se fortaleció durante el tercer trimestre, dejando atrás el debilitamiento observado en el periodo abril-junio. El PIB creció 4.0 por ciento tanto a tasa trimestral anualizada como a tasa anual, impulsado por todos los componentes de la demanda interna.³ La excepción fueron los inventarios que, por primera vez en varios trimestres, contribuyeron negativamente a la variación del PIB. El consumo se recuperó de la atonía registrada durante el segundo trimestre, mientras que la inversión fija privada continuó creciendo más rápido que el consumo (8.8 y 5.1 por ciento a tasa trimestral anualizada, respectivamente), si bien a ritmo declinante. Por su parte, el sector externo se mantuvo débil y contribuyó nuevamente de forma negativa a la variación del producto.

Según el informe preliminar de las autoridades estadounidenses, la actividad económica se desaceleró durante el cuarto trimestre de 2004, al crecer el PIB 3.1 por ciento a tasa trimestral anualizada (Cuadro 4) y 3.7 por ciento a tasa anual. El menor ritmo de crecimiento fue principalmente resultado del deterioro del sector externo. Las exportaciones netas contribuyeron negativamente al crecimiento trimestral anualizado del PIB en 1.7 puntos porcentuales, la mayor contribución negativa de este rubro en un trimestre desde el periodo abril-junio de 1998. El rápido aumento del déficit en la balanza comercial refleja en parte el vigor de la demanda interna, la cual continuó expandiéndose rápidamente a pesar de la gradual desaparición de los estímulos provenientes de los recortes fiscales y los refinanciamientos hipotecarios, y de la persistencia de elevados precios del petróleo. El consumo privado aumentó 4.6 por ciento a tasa trimestral anualizada. La contrapartida de este comportamiento fue el descenso de la tasa de ahorro a cifras que se aproximan a los mínimos históricos. Por su parte, la inversión fija privada mostró un crecimiento (6.7 por ciento a tasa trimestral anualizada) menor a los alcanzados durante el segundo y tercer trimestres, principalmente como resultado de la desaceleración de la inversión residencial. En contraste con lo observado en el periodo julio-septiembre, la variación de los inventarios contribuyó positivamente al crecimiento trimestral anualizado del PIB (0.4 puntos porcentuales).

³ Todas las cifras de las cuentas nacionales de Estados Unidos están ajustadas por estacionalidad.

Cuadro 4

Crecimiento del PIB y de la Producción Industrial de los Estados Unidos durante 2004 y 2005

Variación anual y trimestral anualizada en por ciento

| | PIB | | | | | | |
|---|--|--------------------|--------------------|-----------------------------|-----------|------|--|
| | Esperado al finalizar el tercer trimestre | | | Información más reciente | Observado | | |
| | IV-2004 ^{1/} | 2004 ^{2/} | 2005 ^{2/} | 2005 ^{2/} | IV-2004 | 2004 | |
| Consensus Forecasts ^{3/} | 3.6 | 4.3 | 3.5 | 3.6 | | | |
| Blue Chip Economic Indicators ^{4/} | 3.9 | 4.3 | 3.6 | 3.6 | 3.1 | 4.4 | |
| | Producción Industrial | | | | | | |
| Blue Chip Economic Indicators ^{4/} | 5.4 | 4.8 | 4.9 | 4.2 | 4.1 | 4.1 | |

1/ Variación trimestral anualizada en por ciento de series ajustadas estacionalmente.

2/ Variación anual en por ciento.

3/ Consensus Forecasts del 13 de septiembre de 2004 y del 10 de enero de 2005.

4/ Blue Chip Economic Indicators del 10 de septiembre de 2004 y del 10 de enero de 2005.

Fuente: BEA y Federal Reserve.

La producción industrial continuó recuperándose durante el periodo octubre-diciembre. Después de haber registrado una etapa de estancamiento hacia finales del segundo trimestre, este sector repuntó en los meses subsecuentes, impulsado por la producción de bienes de inversión. A tasa anual, el ritmo de expansión de la producción industrial alcanzó un pico de 5.4 por ciento en mayo, y para diciembre se ubicó en 4.4 por ciento. Así, su ritmo de crecimiento hacia el final del año fue superior al del PIB y, a partir de octubre, su nivel rebasó el máximo alcanzado durante el ciclo anterior.

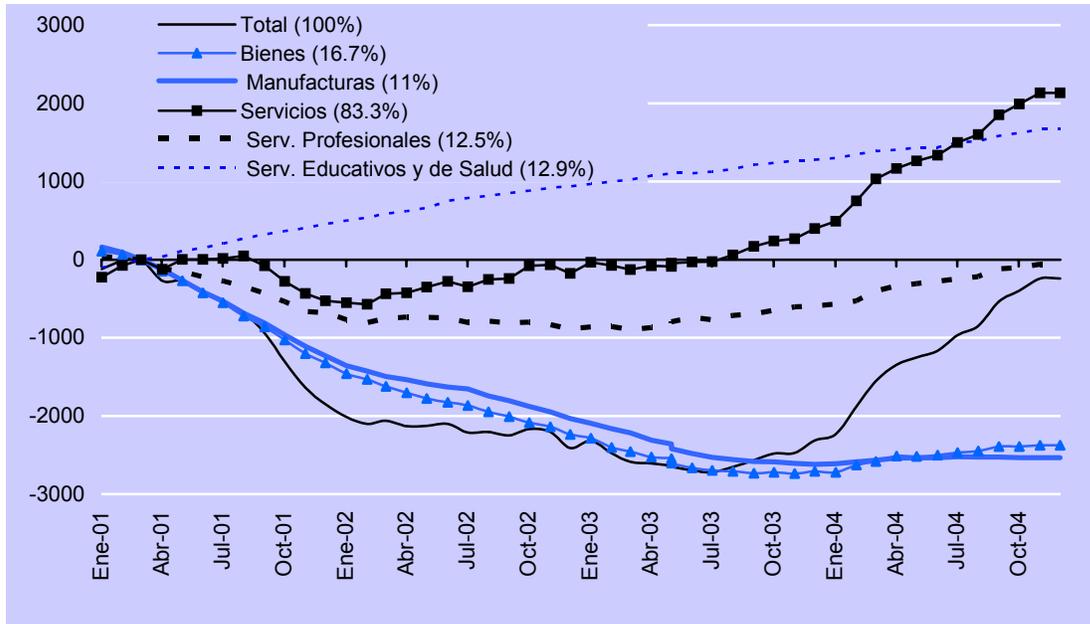
El ritmo de creación de empleos mostró cierta volatilidad durante el último trimestre de 2004, debido fundamentalmente a los efectos de los huracanes que afectaron a los estados cercanos al Golfo de México durante septiembre. Después de haberse expandido en 312 mil empleos en octubre, la nómina no agrícola creció en 137 mil plazas en noviembre y en 157 mil plazas adicionales en diciembre. En promedio, la creación mensual de empleos durante el trimestre se ubicó por encima de lo necesario para absorber la expansión de la fuerza laboral. Sin embargo, el crecimiento del empleo prosigue a un ritmo considerablemente más pausado que en recuperaciones previas. La lentitud en la creación de puestos de trabajo es más notable en el sector manufacturero (Gráfica 7).

Gráfica 7

Nómina No Agrícola de los Estados Unidos

Cambio con respecto al pico anterior en el empleo (marzo-2001)

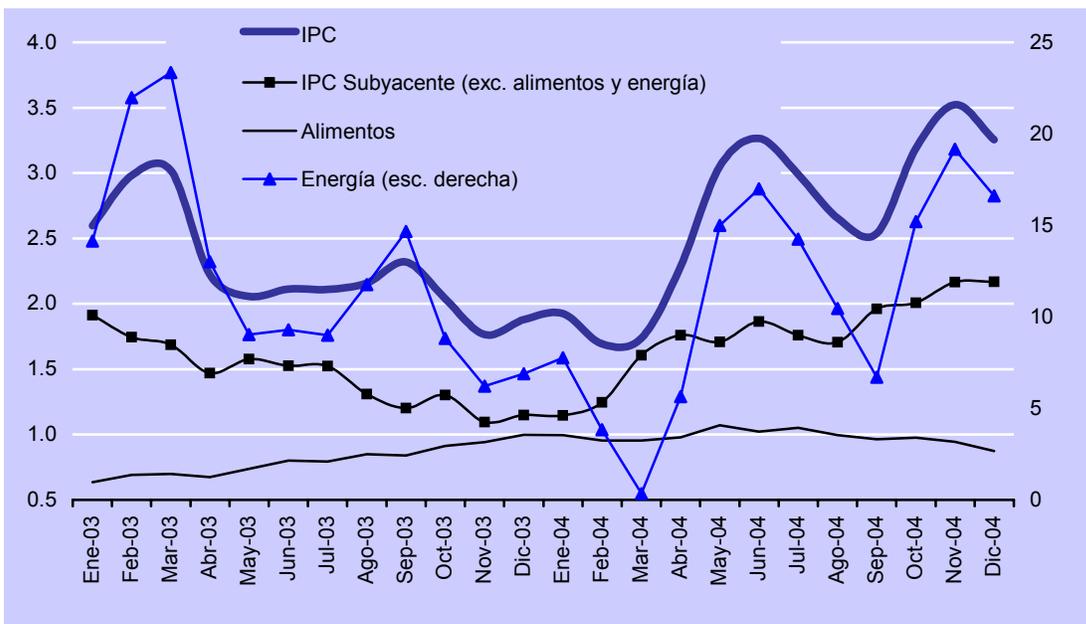
Miles de empleos, cifras con ajuste estacional



Nota: Las cifras entre paréntesis corresponden a la participación de cada sector en el total del empleo durante 2004.
Fuente: BLS.

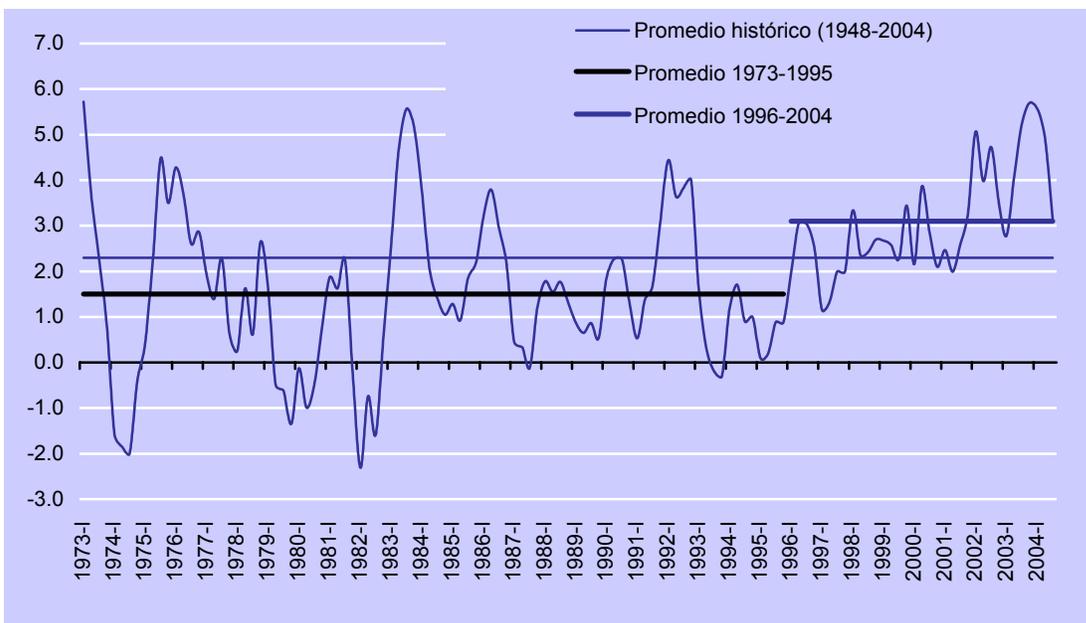
La inflación general en los Estados Unidos repuntó durante el cuarto trimestre de 2004 como resultado de incrementos abruptos en los precios de la energía (Gráfica 8). La tasa de crecimiento anual del índice de precios al consumidor pasó de 2.5 por ciento en septiembre, a 3.3 por ciento en diciembre. Por otra parte, si bien la inflación subyacente mostró una tendencia al alza, continuó ubicada en niveles moderados. En diciembre, la inflación subyacente fue de 2.2 por ciento a tasa anual. Además, las expectativas de inflación de largo plazo se han mantenido estables. Uno de los factores más importantes para la contención de las presiones inflacionarias a nivel subyacente ha sido el aumento continuo de la productividad. Durante el periodo octubre-diciembre, ésta creció a tasas menores a las de trimestres anteriores, aunque todavía por encima de su promedio histórico (Gráfica 9). Lo anterior se ha traducido en una relativa estabilidad de los costos laborales unitarios, los cuales comenzaron a mostrar tasas anuales de variación positivas sólo hasta el tercer trimestre del año.

Gráfica 8 **Índices de Precios al Consumidor de los Estados Unidos**
Variación anual en por ciento



Fuente: BLS.

Gráfica 9 **Productividad en el Sector No Agrícola de los Estados Unidos**
Variación anual en por ciento



Fuente: BLS.

En un contexto de crecimiento económico que se percibe como ligeramente por encima de su potencial, presiones inflacionarias moderadas y expectativas de inflación de largo plazo

estables, el Comité para Operaciones de Mercado Abierto del Banco de la Reserva Federal decidió proseguir con su política de retiro del estímulo monetario a un ritmo mesurado. Así, en sus reuniones de noviembre y diciembre, el objetivo para la tasa de fondos federales fue elevado en un cuarto de punto porcentual, para cerrar el año en 2.25 por ciento (la cifra más alta desde octubre de 2001). En los comunicados respectivos quedó establecido que el Comité considera que la posición de la política monetaria es aún acomodaticia, por lo que es de esperarse que la tasa de fondos federales continúe aumentando en las reuniones subsiguientes. Los incrementos en la tasa de fondos federales fueron anticipados, lo cual contribuyó a que los mercados financieros los absorbieran sin mayores sobresaltos.

Las tasas de interés de mayor plazo mostraron altibajos durante el trimestre, influidas especialmente por la publicación de las cifras de empleo y la consecuente percepción de los mercados en torno a la fortaleza de la actividad económica. Al cierre del cuarto trimestre, la tasa del bono del Tesoro a 10 años se ubicó en 4.2 por ciento, 10 puntos base por encima de la registrada a finales del trimestre anterior.⁴ Diversos factores, entre ellos las moderadas expectativas de inflación de largo plazo, la elevada demanda mundial de valores del gobierno estadounidense, la modesta demanda de crédito del sector corporativo y la gradualidad de las acciones por parte de la Reserva Federal, han contribuido a mantener las tasas de interés de largo plazo en niveles relativamente reducidos y, en consecuencia, a aplanar la curva de rendimientos.

El mercado de valores experimentó cierta volatilidad durante el periodo octubre-diciembre, pero concluyó el trimestre con sólidos avances con respecto a su nivel al cierre del trimestre anterior (6.9 y 14.7 por ciento para los índices Dow Jones y NASDAQ, respectivamente). La mejoría en el último trimestre más que compensó el mal desempeño observado en el resto del año, ya que durante los primeros tres trimestres ambos índices habían acumulado pérdidas de 3.6 y 5.3 por ciento, respectivamente.⁵

El dólar mostró un debilitamiento adicional durante el trimestre. De finales de septiembre al cierre del año, la divisa norteamericana se depreció 8.3 por ciento contra el euro, estableciendo nuevas marcas históricas. En relación con el yen, el dólar se depreció 6.9 por ciento, mientras que frente al dólar canadiense alcanzó niveles no vistos desde 1992 (1.18 dólares

⁴ Al 27 de enero se registraba una tasa de interés de 4.2 por ciento.

⁵ De finales de diciembre al 27 de enero, los índices Dow Jones y NASDAQ disminuyeron en 2.9 y 5.9 por ciento, respectivamente.

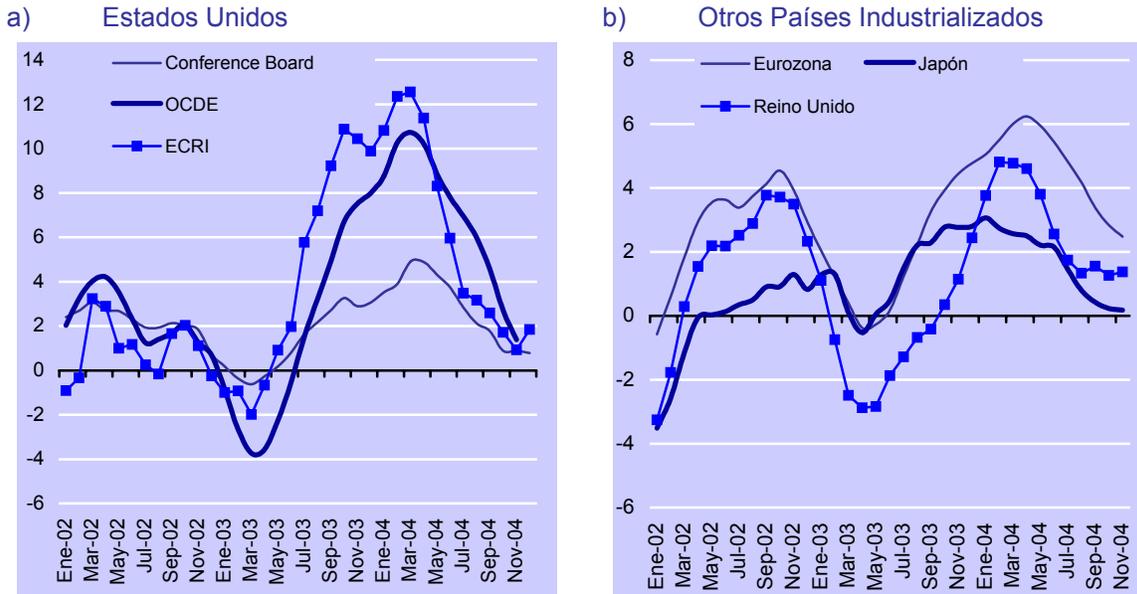
canadienses por dólar estadounidense). Así, el tipo de cambio efectivo del dólar contra las principales monedas se depreció 6.7 por ciento de finales de septiembre a finales de diciembre.⁶ A ello contribuyó el amplio déficit de la cuenta corriente, así como el consecuente temor de que el proceso de adquisición de activos financieros norteamericanos por parte de no residentes pudiera verse afectado.

Al respecto, no deben perderse de vista los riesgos de tipo estructural que enfrenta la economía estadounidense, particularmente los que se derivan de los elevados desequilibrios fiscal y en cuenta corriente (Recuadro 2). Si bien el déficit del gobierno federal para el año fiscal que concluyó en octubre de 2004, de 3.6 por ciento del PIB, fue considerablemente menor de lo previsto, la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO por sus siglas en inglés) prevé que éstos se prolonguen hasta comienzos de la siguiente década. Además, la persistencia de déficit fiscales elevados, combinada con niveles de ahorro personal muy bajos y el aumento de la inversión no residencial, se han traducido en la ampliación del déficit en cuenta corriente.

A pesar de la incertidumbre generada por el desequilibrio externo, en general los analistas son optimistas en relación al comportamiento de la economía estadounidense en 2005. Se espera que el crecimiento del PIB se desacelere moderadamente frente a las cifras registradas en 2004, ubicándose en niveles más cercanos a su potencial. Congruente con lo anterior, los indicadores cíclicos adelantados de los Estados Unidos, al igual que los de otros países industrializados, han mostrado una tendencia a la baja en meses recientes (Gráfica 10). Se proyecta que el PIB estadounidense registre una expansión de 3.6 por ciento en 2005, cifra que se compara con la de 4.4 por ciento observada en el año previo. Al mismo tiempo, se espera un crecimiento promedio de la producción industrial de 4.2 por ciento (4.5 por ciento en 2004). Asimismo, se considera que este escenario irá acompañado de bajas tasas de inflación.

⁶ El dólar ha mostrado un fortalecimiento a lo largo de 2005. El tipo de cambio frente a las principales monedas había registrado al 21 de enero una apreciación de 2.1 por ciento frente al nivel del cierre del año pasado.

Gráfica 10 **Índices de Indicadores Adelantados de la Actividad Económica**
Variación anual en por ciento



Fuente: Conference Board, Economic Cycle Research Institute y OECD, Main Economic Indicators. Fuente: OECD, Main Economic Indicators.

II.3.1.3. Evolución de la Economía del Resto del Mundo

La actividad económica en la zona del euro se desaceleró de manera inesperada en el tercer trimestre. La tasa de crecimiento del PIB disminuyó de 1.9 por ciento a tasa trimestral anualizada en el periodo abril-junio, a 1.1 por ciento en julio-septiembre. Ello se explica principalmente por el deterioro de las exportaciones netas, afectadas por el alza en los precios del petróleo y la apreciación del euro en los últimos meses. Los indicadores oportunos sugieren que la región mostró nuevamente un crecimiento modesto en el periodo octubre-diciembre. Las exportaciones continuaron siendo afectadas por la apreciación del euro, en tanto que el consumo privado se vio frenado por la persistencia de bajos niveles de confianza entre los consumidores. Los economistas encuestados por Consensus Forecasts estiman el crecimiento del PIB de la zona del euro durante 2004 en 1.8 por ciento (Cuadro 5).⁷ Para 2005, se proyecta una expansión de 1.7 por ciento.

⁷ Esta publicación da a conocer mensualmente los resultados de las proyecciones económicas y financieras de 240 empresas especializadas para más de 20 países.

Recuadro 2
Sostenibilidad del Patrón de Gasto en los Estados Unidos

La configuración de las balanzas en cuenta corriente a nivel global representa uno de los principales riesgos que enfrenta actualmente la economía mundial. En particular, el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos ha alcanzado una magnitud sin precedentes, cuya contrapartida más importante es un elevado superávit en Asia (Cuadro 1).

Cuadro 1
Balance en Cuenta Corriente
Miles de millones de dólares

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 ^{1/} |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------------------|
| Estados Unidos | -413.5 | -385.7 | -473.9 | -530.7 | -669.0 |
| Eurozona | -30.7 | 6.9 | 47.6 | 32.1 | 67.4 |
| Reino Unido | -36.2 | -32.2 | -27.1 | -33.4 | -46.5 |
| América Latina | -28.1 | -35.3 | 0.1 | 13.6 | 17.4 |
| Asia | 209.3 | 183.9 | 243.7 | 303.0 | 310.8 |
| Otros países | 146.9 | 103.2 | 74.7 | 127.0 | 233.0 |
| Total (discrepancia) | -152.3 | -159.2 | -134.9 | -88.4 | -86.9 |

1/ Estimado
Fuente: OECD Economic Outlook 76. Nov. 2004

En efecto, los países asiáticos, y en particular China, mantienen un elevado superávit comercial con los Estados Unidos (Cuadro 2). Muchos analistas consideran que la actual distribución de los saldos en cuenta corriente entre las distintas regiones, y especialmente el déficit que registra este rubro de la balanza de pagos en Estados Unidos, es insostenible en el largo plazo.

Cuadro 2
EUA: Comercio Exterior por País
En por ciento y mmd, cifras sin ajuste estacional sobre base censal

| | Participación % | | Saldo (mmd) | |
|--|-----------------|--------------|---------------|---------------|
| | Ene-nov 2004 | Exp. | 2003 | 2004* |
| Total | 100.0 | 100.0 | -532.4 | -650.6 |
| Norteamérica | 36.8 | 28.2 | -92.3 | -113.4 |
| Canadá | 23.2 | 17.5 | -51.7 | -67.9 |
| México | 13.6 | 10.7 | -40.6 | -45.5 |
| Eurozona | 15.5 | 14.2 | -74.1 | -82.2 |
| Reino Unido | 4.4 | 3.1 | -9.0 | -10.0 |
| Cuenca del Pacífico ^{1/} | 25.6 | 33.5 | -230.5 | -282.0 |
| Japón | 6.7 | 8.8 | -66.0 | -74.6 |
| China | 4.2 | 13.3 | -124.1 | -161.1 |
| Corea | 3.2 | 3.2 | -13.2 | -20.2 |
| Taiwán | 2.6 | 2.4 | -14.2 | -13.4 |
| Tailandia | 0.8 | 1.2 | -9.3 | -11.1 |
| América Latina | 6.6 | 6.0 | -26.6 | -34.9 |

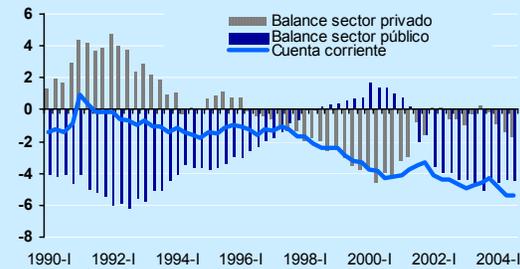
* Cifras anualizadas.
(1) Incluye: Australia, Brunei, China, Hong Kong, Indonesia, Japón, Corea, Macao, Malasia, Nueva Zelanda, Papua Nueva Guinea, Filipinas, Singapur y Taiwán.
Fuente: Census Bureau.

Los retos que plantea el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos se derivan no solamente de su tamaño, sino también de la complejidad de los diferentes aspectos involucrados. Como se observa en la Gráfica 1, el déficit estadounidense aumentó de 1.7 por ciento del PIB a finales de 1997, a 5.4 por ciento al tercer trimestre de 2004 (cifras del sistema de cuentas

nacionales). Tal evolución obedece a la combinación de un conjunto de factores.

Tomando como punto de partida los balances del sector público y privado (es decir, el déficit fiscal y la diferencia entre ahorro e inversión privados), los determinantes principales han sido la progresiva disminución del ahorro interno de los Estados Unidos, el aumento de la inversión privada, especialmente el observado hasta el cuarto trimestre del año 2000, y el fuerte incremento del déficit fiscal estadounidense a partir del tercer trimestre de 2001 (Gráfica 1).

Gráfica 1
Cuenta Corriente y Balance de los Sectores Público y Privado
En por ciento del PIB



Fuente: BEA.

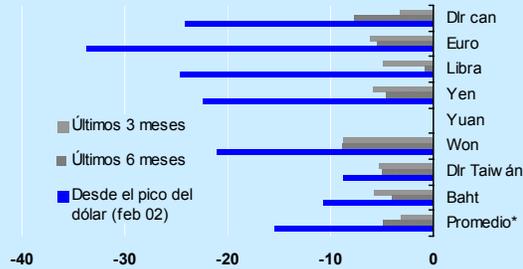
De lo anterior se desprende que el fortalecimiento de los niveles de ahorro público y privado interno en los Estados Unidos representa un elemento fundamental para reducir el déficit en cuenta corriente de ese país. Sin embargo, esto podría resultar en una desaceleración de la economía estadounidense que pudiera dar lugar a un debilitamiento de la economía mundial. En virtud de lo anterior, un ajuste ordenado del sector externo de los Estados Unidos, y en general de la disparidad en las cuentas corrientes a nivel global, probablemente requeriría también de acciones coordinadas de política en el resto del mundo.

Las disparidades en cuenta corriente que se observan actualmente en la economía mundial obedecen, en parte, a la falta de coordinación de las acciones de política de los distintos bloques económicos. En particular, las economías de la zona del euro no han contado con márgenes de maniobra suficientes para implementar políticas contra-cíclicas de manejo de la demanda que les permitan estimular el crecimiento. Lo anterior, aunado a la presencia de importantes problemas estructurales en Japón y en la misma zona del euro, se ha reflejado en un crecimiento económico menor al de los Estados Unidos y en la consecuente ampliación del déficit en cuenta corriente de este país.

El problema se ha agudizado debido a que el manejo de la política cambiaria en algunas economías ha evitado que los tipos de cambio contribuyan de manera adecuada a corregir las disparidades globales en cuenta

corriente. En particular, varias economías asiáticas han intervenido en sus mercados cambiarios para evitar o atenuar la apreciación de sus monedas frente al dólar. Así, desde el pico alcanzado por el dólar en febrero de 2002 hasta finales de 2004, la apreciación de las monedas asiáticas contra el dólar ha sido significativamente menor que las de, por ejemplo, el euro o el dólar canadiense (Gráfica 2).

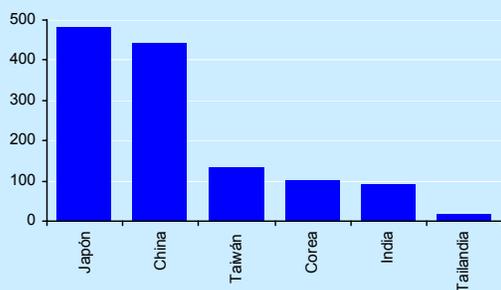
Gráfica 2
Apreciación frente al dólar al cierre de 2004
En por ciento



*/ Promedio ponderado del valor del dólar respecto a las monedas de 26 socios comerciales de E.U.
Fuente: Reuters y Federal Reserve.

La inflexibilidad en la política cambiaria en los países asiáticos, en un contexto de cuantiosos superávits en sus cuentas corrientes e influjos de capitales externos, se ha traducido en un aumento de sus reservas internacionales, el cual ha sido particularmente pronunciado en Japón y en China (Gráfica 3). El aumento en las reservas internacionales ha venido acompañado generalmente de políticas de esterilización y, por ende, no ha propiciado que se ajusten los precios relativos y se estimule la demanda interna. De esta forma, la mayor penetración de estas economías en la producción mundial no ha tenido como contrapartida una mayor participación de sus patrones de gasto a nivel global.

Gráfica 3
Acumulación de Reservas Internacionales en Asia
De diciembre 2000 a diciembre 2004 en mmd



Fuente: Bancos centrales.

Dado que una parte sustancial de las reservas internacionales asiáticas se invierte en títulos del Tesoro de los Estados Unidos (Gráfica 4), esta demanda se ha convertido en una importante fuente de financiamiento del déficit en cuenta corriente estadounidense, y ha contribuido a permitir la ampliación del déficit externo sin presiones excesivas sobre las tasas de interés norteamericanas o el dólar.

La magnitud del déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos ha generado incertidumbre. No obstante, hasta ahora el ajuste del dólar ha sido ordenado, ya que los flujos netos de capital hacia los Estados Unidos han financiado sin problemas el déficit en la cuenta corriente. Esta situación enfrenta diversos riesgos. Por una parte, no se puede descartar la posibilidad de que la demanda de títulos estadounidenses se reduzca de manera importante. Además, dada la baja tasa de ahorro y el hecho de que la expansión del consumo ha estado sustentada en parte en la extracción de riqueza de algunos activos cuyo precio podría disminuir, diversos analistas consideran que es difícil esperar que este componente del gasto continúe expandiéndose al ritmo observado en los últimos años.

Gráfica 4
Reservas Internacionales de Países Asiáticos y
Financiamiento de Estados Unidos en el Extranjero
Miles de millones de dólares
Acervos a fin de periodo



*/ Cifras a noviembre de 2004 para la tenencia de instrumentos del Tesoro de EUA por parte de extranjeros.

Fuente: Bancos centrales, U.S. Department of the Treasury y BEA.

Ante esta situación, muchos analistas han insistido en la necesidad de llevar a cabo las medidas que permitan la eliminación de los desequilibrios externos globales, sin afectar el funcionamiento de los mercados ni poner en peligro las perspectivas de crecimiento económico mundial. Al respecto, se ha señalado que el logro de este objetivo requiere de acciones en varios frentes: un aumento del ahorro público y privado en los Estados Unidos; la implementación de cambios estructurales que estimulen el crecimiento en la zona del euro y Japón; y una mayor flexibilidad de los tipos de cambio, especialmente en algunos de los países de Asia con elevados superávits externos.

En Japón, durante el tercer trimestre el PIB creció menos de lo esperado (0.2 por ciento a tasa trimestral anualizada ó 2.5 por ciento a tasa anual), debido especialmente a la disminución en el

ritmo de crecimiento de las exportaciones y del consumo privado.⁸ La información disponible proporciona evidencia mixta sobre el comportamiento de la actividad económica en el cuarto trimestre. Se espera que la tasa de crecimiento anual disminuya significativamente en 2005. Los analistas proyectan para ese año un crecimiento del PIB de 1.1 por ciento, luego de la expansión de 2.9 por ciento estimada para 2004.

Cuadro 5 Crecimiento del PIB en otros Países Industriales durante 2004 y 2005

Variación anual y trimestral anualizada en por ciento

| | Pronósticos al finalizar el tercer trimestre | | | Información más reciente | | |
|-------------|---|--------------------|--------------------|--------------------------|--------------------|--------------------|
| | | | | Estimado | Pronóstico | |
| | IV-2004 ^{1/} | 2004 ^{2/} | 2005 ^{2/} | IV-2004 ^{1/} | 2004 ^{2/} | 2005 ^{2/} |
| Canadá | 3.2 | 2.9 | 3.3 | 2.8 | 2.7 | 2.8 |
| Eurozona | 1.6 | 1.8 | 2.0 | 1.6 | 1.8 | 1.7 |
| Japón | 1.6 | 4.3 | 1.8 | N.D. | 2.9 | 1.1 |
| Reino Unido | 2.4 | 3.3 | 2.6 | 2.8 | 3.2 | 2.5 |

1/ Variación trimestral anualizada en por ciento de series ajustadas estacionalmente.

2/ Variación anual en por ciento.

Fuente: Consensus Forecasts del 13 de septiembre y 6 de diciembre de 2004 y del 10 de enero de 2005. La variación trimestral anualizada se calcula a partir del pronóstico de variación trimestral que se reporta en las publicaciones del 13 de septiembre y 6 de diciembre de 2004.

En China, ante el riesgo de un sobrecalentamiento de la economía, las autoridades han instrumentado diversas medidas administrativas para desacelerar la inversión pública, y para reducir el exceso de liquidez y el crédito al sector privado. En este contexto, en octubre el Banco Central efectuó el primer incremento de tasas de interés en nueve años. A pesar de estas medidas, las tasas de crecimiento continúan siendo muy elevadas, y si bien el PIB registró una desaceleración moderada en el tercer trimestre, se observó un repunte inesperado en el cuarto (9.1 y 9.5 por ciento a tasa anual, respectivamente). No obstante, el ritmo de crecimiento de los precios al consumidor disminuyó considerablemente al finalizar el año. Para 2005 se prevé que la economía crezca a un ritmo ligeramente menor (8.2 por ciento), luego de haber registrado un crecimiento de 9.5 por ciento en 2004. En el caso de otras economías del este de Asia, si bien los analistas esperan una desaceleración en su ritmo de crecimiento durante 2005, se prevé que en su conjunto sigan creciendo a tasas superiores a las de otras regiones emergentes.

⁸ Las autoridades japonesas han comenzado a publicar, desde el tercer trimestre de 2004, cifras para las cuentas nacionales que utilizan una nueva metodología basada en un encadenamiento de las variaciones de precios. Las estadísticas para 2004 a las que se hace referencia en el texto para el PIB y sus componentes son las estimadas con esta nueva metodología. Sin embargo, las proyecciones para 2005 están basadas en el método anterior, en virtud de la disponibilidad de estadísticas.

Se estima que el PIB de América Latina creció 6.0 por ciento durante 2004, la cifra más alta desde 1980. Tal evolución se explica, entre otros factores, por la mejoría de los términos de intercambio de varios países y su impacto sobre las exportaciones. Esto también ha contribuido a que la región muestre un saldo positivo y al alza en su balanza en cuenta corriente, lo que contrasta con anteriores períodos de recuperación. Para 2005, los analistas esperan que ésta continúe, aunque a un ritmo menor, proyectándose un crecimiento del PIB ligeramente superior a 4 por ciento.

Ante la presencia de condiciones favorables en los mercados financieros internacionales y una mejora en sus condiciones económicas fundamentales, se estima que el volumen bruto de emisiones de bonos de los países emergentes alcanzó durante 2004 una de las mayores cifras en los registros. Varios de los países de este grupo han aprovechado las condiciones favorables de acceso al financiamiento externo para cubrir sus necesidades de recursos para 2005, y algunos de ellos incluso han efectuado emisiones en moneda local en los mercados internacionales. Cabe hacer notar que esta situación no está exenta de riesgos. En particular, la posibilidad de un aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos a un ritmo más acelerado de lo anticipado, podría generar vaivenes que afectarían el acceso de las economías emergentes a los mercados financieros internacionales.

II.3.2. Salarios, Productividad y Empleo

II.3.2.1. Salarios y Productividad

En lo relativo a la evolución de los salarios y la productividad, durante el cuarto trimestre de 2004 destaca:

- (a) Los salarios contractuales registraron la menor variación de los cuatro trimestres del año.
- (b) Se acordaron los salarios mínimos que estarán vigentes durante 2005, resultando en un aumento promedio ponderado de 4.50 por ciento.
- (c) El costo unitario de la mano de obra mostró, en general, un comportamiento favorable en las industrias maquiladora y manufacturera no maquiladora, así como en el sector comercio al menudeo.

II.3.2.1.1 Salarios Contractuales

En el cuarto trimestre de 2004, el incremento nominal promedio a los salarios contractuales recibido por los trabajadores

de empresas de jurisdicción federal se ubicó en 3.4 por ciento, la variación más reducida de las observadas en los cuatro trimestres del año (Cuadro 6). Tal situación obedece, en lo fundamental, al patrón estacional que registra el referido indicador salarial. Durante 2004, los salarios contractuales tuvieron un incremento nominal promedio de 4.1 por ciento, cifra inferior en 0.6 puntos porcentuales respecto del nivel observado durante el año previo.

Los aumentos a los salarios contractuales presentaron una evolución diferenciada de acuerdo al tipo de propietario de la empresa, durante el último trimestre de 2004. Así, las revisiones salariales efectuadas en empresas de propiedad privada mostraron un incremento promedio de 4.3 por ciento, 1.3 puntos porcentuales mayor a los negociados por empleados de empresas públicas en el periodo referido. En general, a lo largo de todo el año, los aumentos a los salarios contractuales en las empresas privadas fueron mayores respecto de los negociados por las públicas. El diferencial promedio para todo el año se ubicó en 1.1 puntos porcentuales.

Cuadro 6 Incremento al Salario Contractual y Trabajadores Beneficiados según Tipo de Empresa

Cifras en por ciento

| | 2003 | | | | | 2004 | | | | | | | |
|---|------------------------|-----|-----|-----|---------|------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|---------|
| | Promedio ^{1/} | | | | | Promedio ^{1/} | | | | | | | |
| | I | II | III | IV | Ene-Dic | I | II | III | IV | Oct | Nov | Dic | Ene-Dic |
| Incremento al Salario Contractual (por ciento) | | | | | | | | | | | | | |
| Total | 5.1 | 5.1 | 4.8 | 4.2 | 4.7 | 4.5 | 4.5 | 4.3 | 3.4 | 3.2 | 4.1 | 4.3 | 4.1 |
| Empresas Públicas | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.0 | 4.1 | 3.9 | 3.9 | 4.0 | 3.0 | 3.0 | 4.3 | 3.4 | 3.5 |
| Empresas Privadas | 5.2 | 5.4 | 5.2 | 4.6 | 5.2 | 4.6 | 4.6 | 4.7 | 4.3 | 4.6 | 4.1 | 4.4 | 4.6 |
| Trabajadores Beneficiados (participación porcentual) | | | | | | | | | | | | | |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Empresas Públicas | 19 | 22 | 49 | 67 | 41 | 20 | 21 | 48 | 72 | 88 | 6 | 12 | 42 |
| Empresas Privadas | 81 | 78 | 51 | 33 | 59 | 80 | 79 | 52 | 28 | 12 | 94 | 88 | 58 |

1/ Promedio ponderado por el número de trabajadores beneficiados en el periodo (1,763,486 trabajadores en 2003 y 1,776,242 en 2004). Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

II.3.2.1.2 Salario Mínimo

En diciembre pasado, el Consejo de Representantes de la Comisión Nacional de Salarios Mínimos acordó un incremento promedio ponderado de 4.50 por ciento para el Salario Mínimo General (SMG) vigente a partir del primero de enero de 2005. Con dicho acuerdo, el SMG se ubicó en 45.24 pesos por día (Cuadro 7). El mayor aumento al salario mínimo se convino en el Área Geográfica “C” (4.60 por ciento). Por su parte, el indicador correspondiente a las Áreas “A” y “B” tuvo variaciones de 3.50 y 3.70 por ciento, respectivamente. Con estos aumentos, se continuó

la tendencia gradual hacia la homologación en un solo nivel de los salarios mínimos en las tres áreas geográficas (Gráfica 11).

Cuadro 7

Salario Mínimo Nominal

Pesos por día y variación anual en por ciento

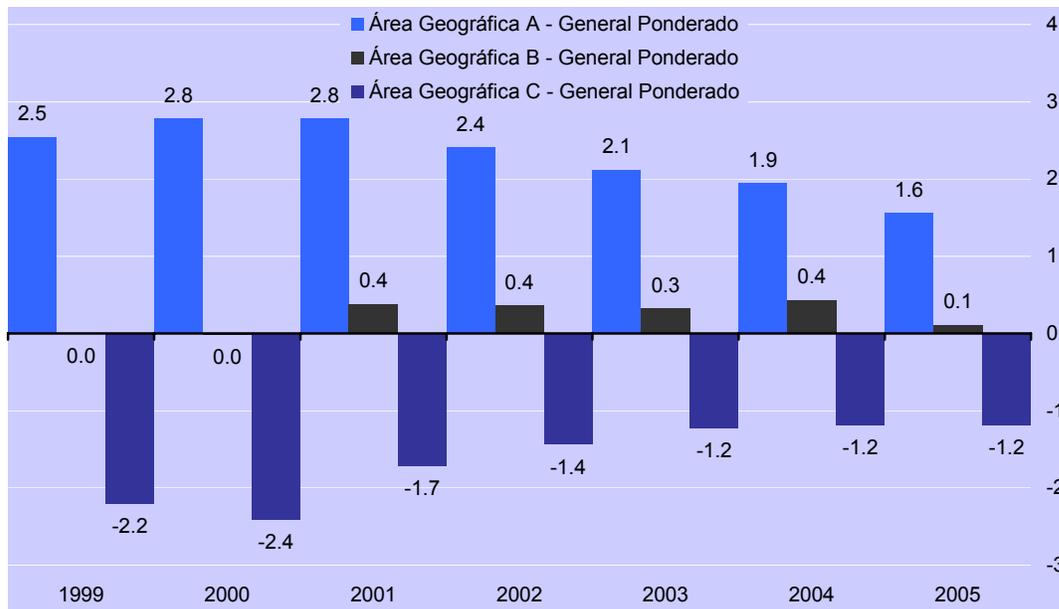
| Periodo | Pesos por día | | | | Variación anual en por ciento | | | |
|---------|---------------|-----------------|-------|-------|-------------------------------|-----------------|-------|-------|
| | General | Área Geográfica | | | General | Área Geográfica | | |
| | | A | B | C | | A | B | C |
| 1999 | 31.91 | 34.45 | 31.90 | 29.70 | 14.01 | 14.07 | 13.93 | 14.01 |
| 2000 | 35.12 | 37.90 | 35.10 | 32.70 | 10.06 | 10.01 | 10.03 | 10.10 |
| 2001 | 37.57 | 40.35 | 37.95 | 35.85 | 6.99 | 6.50 | 8.09 | 9.68 |
| 2002 | 39.74 | 42.15 | 40.10 | 38.30 | 5.78 | 4.50 | 5.70 | 6.90 |
| 2003 | 41.53 | 43.65 | 41.85 | 40.30 | 4.50 | 3.56 | 4.36 | 5.22 |
| 2004 | 43.30 | 45.24 | 43.73 | 42.11 | 4.25 | 3.64 | 4.50 | 4.50 |
| 2005 | 45.24 | 46.80 | 45.35 | 44.05 | 4.50 | 3.50 | 3.70 | 4.60 |

Fuente: Comisión Nacional de Salarios Mínimos (CONASAMI).

Gráfica 11

Brecha entre el Salario Mínimo por Área Geográfica y el Salario Mínimo General Ponderado

Diferencia en pesos corrientes



Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la Comisión Nacional de Salarios Mínimos.

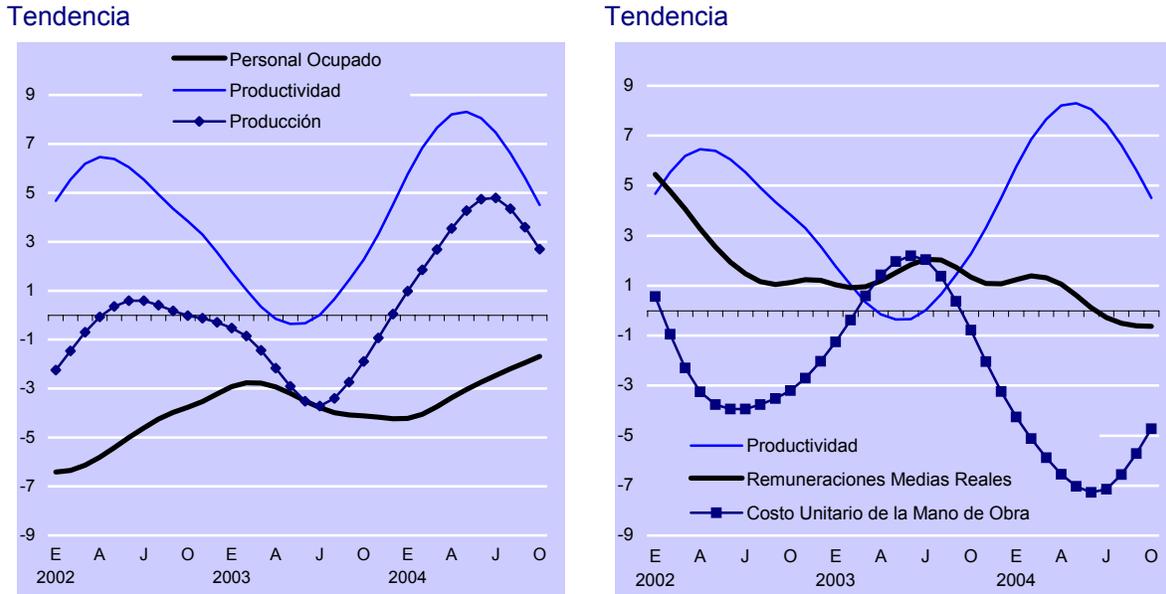
II.3.2.1.3 Remuneraciones y Productividad

Durante el periodo enero-octubre de 2004, el costo unitario de la mano de obra (CUMO) registró variaciones negativas en las industrias maquiladora y manufacturera no maquiladora, así como en el sector comercio al menudeo. Ello es indicativo de que las empresas en dichos sectores han tendido a enfrentar menores costos laborales. La evolución del CUMO se explica, en lo

principal, por el aumento que mostró en el periodo referido la productividad laboral media en los sectores mencionados.

En el caso de la industria manufacturera no maquiladora, la productividad laboral registró un crecimiento a tasa anual de 6.5 por ciento en el periodo enero-octubre de 2004 (Cuadro 8). Así, durante el periodo mencionado, las ganancias en la productividad laboral media compensaron los incrementos en las remuneraciones medias reales, lo que dio lugar a que el costo unitario de la mano de obra presentara variaciones negativas (este indicador disminuyó 5.8 por ciento a tasa promedio anual en los primeros diez meses del año).

Gráfica 12 **Industria Manufacturera no Maquiladora**
Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO
Variación anual en por ciento



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

Por otro lado, el crecimiento anual de la productividad laboral en la industria maquiladora alcanzó un promedio de 3.4 por ciento en los primeros diez meses de 2004 (Gráfica 13). Adicionalmente, en ese mismo periodo, las remuneraciones medias reales mostraron un incremento promedio de 0.1 por ciento. Lo anterior dio como resultado una reducción promedio en el costo unitario de la mano de obra de 3.1 por ciento en el mismo lapso (Cuadro 8).

Por su parte, la productividad laboral en el sector comercio al menudeo mantuvo una evolución positiva durante los

primeros diez meses de 2004, con un incremento promedio de 7.1 por ciento a tasa anual (Gráfica 14). Lo anterior se explica, primordialmente, por la trayectoria creciente que tuvieron las ventas. Por su parte, las remuneraciones medias reales se incrementaron 3.4 por ciento a tasa promedio anual en el mismo periodo. Ello se tradujo en una disminución de 3.7 por ciento en el costo unitario de la mano de obra (Cuadro 8).

Cuadro 8 Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO por Sector de Actividad Económica

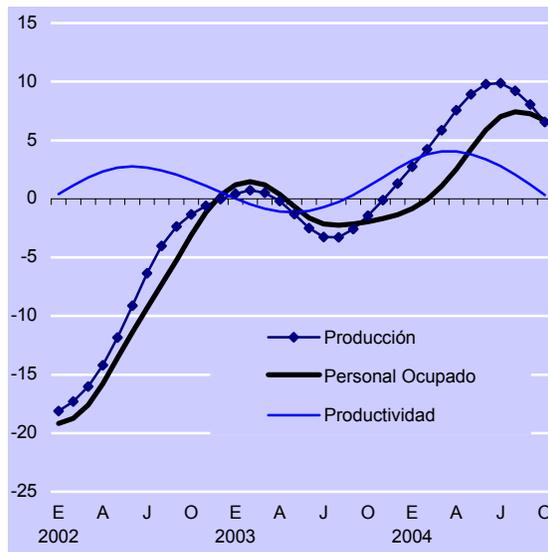
Variación anual en por ciento

| | 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 |
| 2003 | | | | | | | | | |
| Ene-Oct | 0.9 | 1.5 | 0.5 | -0.8 | -0.3 | 0.5 | 5.1 | 3.0 | -1.8 |
| Ene-Dic | 1.4 | 1.4 | -0.3 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 5.6 | 3.0 | -2.3 |
| 2004 | | | | | | | | | |
| Ene | 4.5 | 0.7 | -3.6 | 3.2 | 2.3 | -0.9 | 7.7 | -0.6 | -7.7 |
| Feb | 5.8 | 1.7 | -3.9 | 3.0 | 2.0 | -1.0 | 11.6 | 1.9 | -8.7 |
| Mar | 10.6 | 1.7 | -8.1 | 5.3 | 2.6 | -2.6 | 9.7 | 2.0 | -7.0 |
| Abr | 6.7 | 2.3 | -4.2 | 5.3 | 1.6 | -3.5 | 9.0 | 2.1 | -6.3 |
| May | 5.0 | -1.3 | -6.0 | 4.6 | 0.2 | -4.2 | 7.8 | 4.9 | -2.7 |
| Jun | 9.1 | 0.5 | -7.8 | 4.1 | -0.1 | -4.1 | 5.3 | 5.4 | 0.1 |
| Jul | 6.5 | -1.0 | -7.0 | 2.4 | -1.7 | -3.9 | 5.1 | 4.8 | -0.3 |
| Ago | 7.6 | -0.7 | -7.8 | 1.4 | -2.6 | -4.0 | 3.7 | 12.0 | 7.9 |
| Sep | 6.5 | 1.0 | -5.1 | 5.4 | 0.7 | -4.5 | 7.2 | -0.4 | -7.1 |
| Oct | 2.7 | -2.0 | -4.6 | -1.0 | -3.1 | -2.2 | 5.4 | 1.9 | -3.3 |
| Ene-Oct | 6.5 | 0.3 | -5.8 | 3.4 | 0.1 | -3.1 | 7.1 | 3.4 | -3.7 |

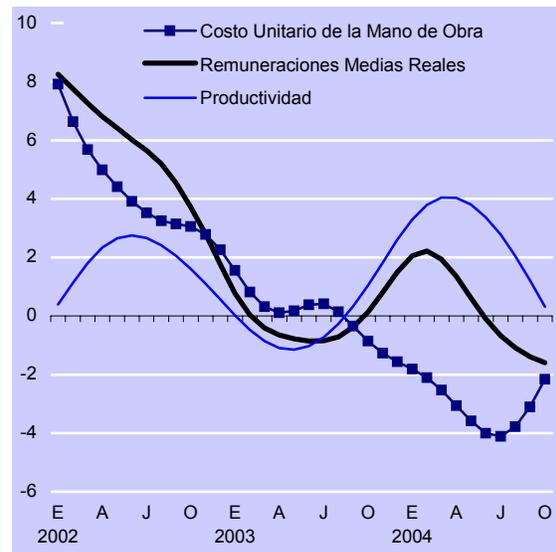
Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de INEGI.

Gráfica 13 Industria Maquiladora Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO Variación anual en por ciento

Tendencia



Tendencia



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

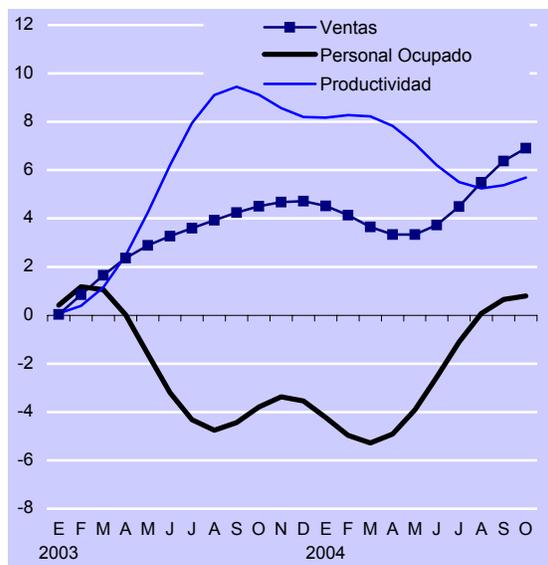
Gráfica 14

Sector Comercio al Menudeo

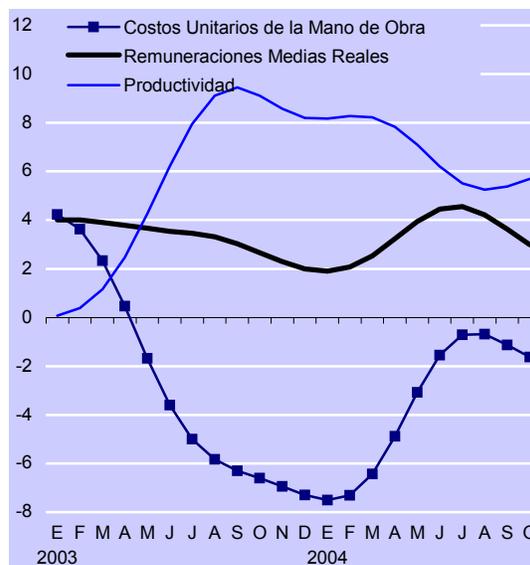
Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO

Variación anual en por ciento

Tendencia



Tendencia



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

II.3.2.2. Empleo

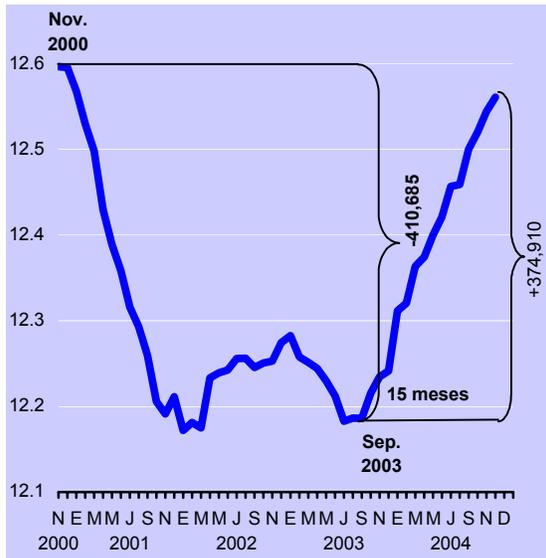
Durante el cuarto trimestre de 2004 y, en general, a lo largo del año, la expansión de la actividad económica tuvo como contrapartida una mejoría de los indicadores de empleo. Así, la evolución del mercado laboral en 2004, y, en particular, en el cuarto trimestre de ese año, se caracterizó por los siguientes aspectos: a) un aumento del empleo formal a lo largo del año, aunque su avance a tasa anual se atenuó en el cuarto trimestre; b) la generación de nuevas plazas de trabajo resultó más vigorosa en los empleos permanentes que en los eventuales, así como en las empresas de mayor tamaño; c) el aumento del empleo formal fue prácticamente generalizado en todas las entidades del país, pero mostró un mayor dinamismo en la zona norte; d) el número de trabajadores inscritos en el IMSS se incrementó en la mayoría de los sectores, incluyendo al manufacturero; e) las encuestas mensuales de empleo manufacturero del INEGI muestran que su recuperación fue significativa en la industria maquiladora; no obstante, su nivel mostró todavía un fuerte descenso con relación a los máximos alcanzados en 2000; y f) en el cuarto trimestre del año se redujo la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas (TDA) con relación a su nivel promedio del tercer trimestre. Sin embargo, al considerar el año en su conjunto, la TDA no presentó

disminución debido a que se mantuvo elevado dicho indicador en la Ciudad de México.

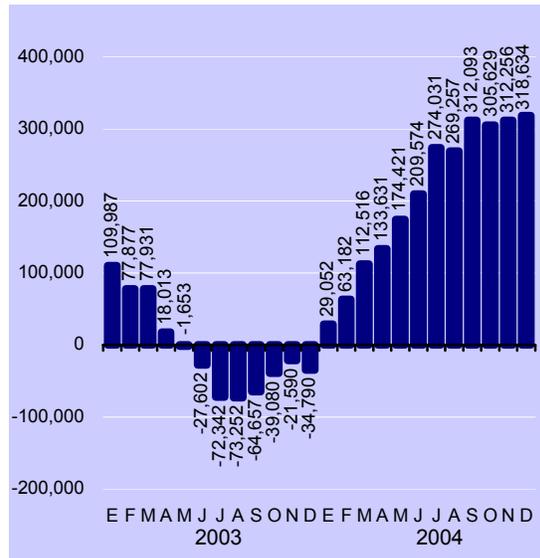
El número de trabajadores asegurados en el IMSS se ubicó al cierre de diciembre de 2004 en 12,509,426 personas, cifra inferior en 42,596 trabajadores a la del cierre de septiembre. Tal disminución es atribuible principalmente al descenso estacional que todos los años suele registrar dicho concepto en el cuarto trimestre. En contraste, con datos desestacionalizados, el número de trabajadores se acrecentó en el trimestre en 60,561 empleos. Con lo anterior, al cierre de diciembre dicho número ya había alcanzado quince meses consecutivos con aumento mensual, para un total de 374,910 nuevos empleos formales. Sin embargo, a pesar de ese avance, el indicador todavía permaneció en diciembre de 2004 por debajo del nivel que alcanzó a finales de 2000 (Gráfica 15). Por otra parte, al comparar el número de trabajadores registrados en el IMSS al cierre de diciembre de 2004 con la cifra correspondiente a diciembre de 2003, resulta un aumento de 318,634 personas. En este sentido, en el cuarto trimestre del año la variación anual del referido número de trabajadores perdió dinamismo (Gráfica 15), dado que al cierre de septiembre la cifra ya había resultado de 312,093 personas.

Gráfica 15 **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

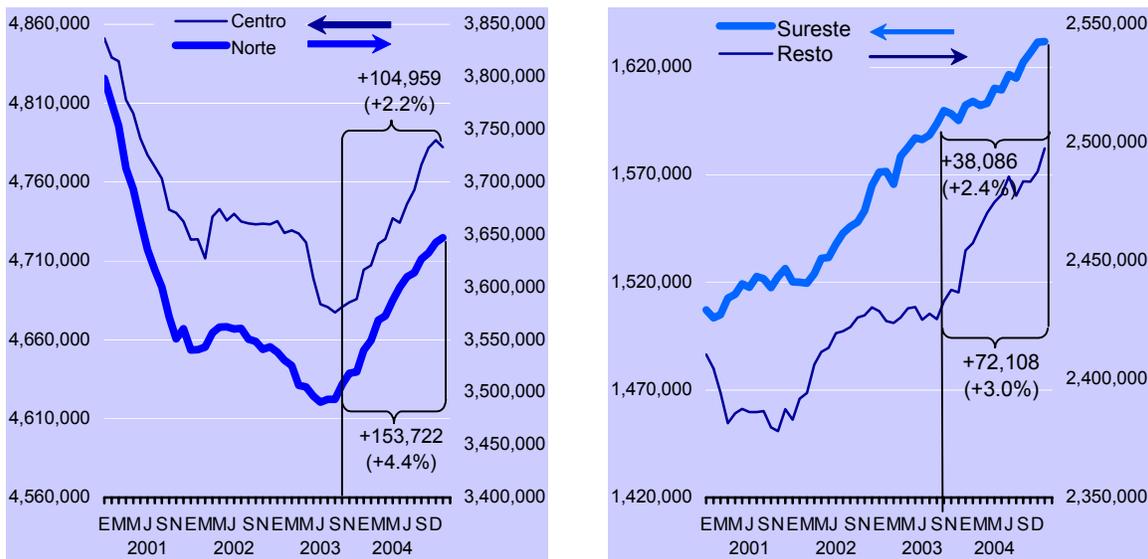


Fuente: IMSS y desestacionalización efectuada por el Banco de México.

Gráfica 16

Empleo Formal en las Distintas Regiones del País*

Número de trabajadores asegurados y datos desestacionalizados



* La región Centro comprende al Distrito Federal, Guanajuato, Hidalgo, México, Morelos, Puebla, Querétaro y Tlaxcala; la región Norte a Baja California, Baja California Sur, Coahuila, Chihuahua, Nuevo León, Sonora y Tamaulipas; la región Sureste a Campeche, Chiapas, Guerrero, Oaxaca, Quintana Roo, Tabasco, Veracruz y Yucatán y el Resto incluye a Aguascalientes, Colima, Durango, Jalisco, Michoacán, Nayarit, San Luis Potosí, Sinaloa y Zacatecas.

Fuente: IMSS. La desestacionalización y la regionalización la efectuó el Banco de México.

La generación de empleo formal fue prácticamente generalizada en 2004 en todas las entidades federativas (las excepciones fueron Oaxaca y Nayarit, donde mostró leves descensos), pero presentó un mayor dinamismo en los estados de la frontera norte (Gráfica 16). Este hecho refleja en buena medida la mejoría que tuvo a lo largo del año la demanda externa, en especial la proveniente de Estados Unidos. Otro aspecto que sobresale en la evolución de este indicador en 2004 es que su recuperación ocurrió principalmente en las empresas de mayor tamaño (de 101 a 500 trabajadores y de 501 ó más), mientras que el número de trabajadores se redujo en las más pequeñas (de 1 a 15 trabajadores).

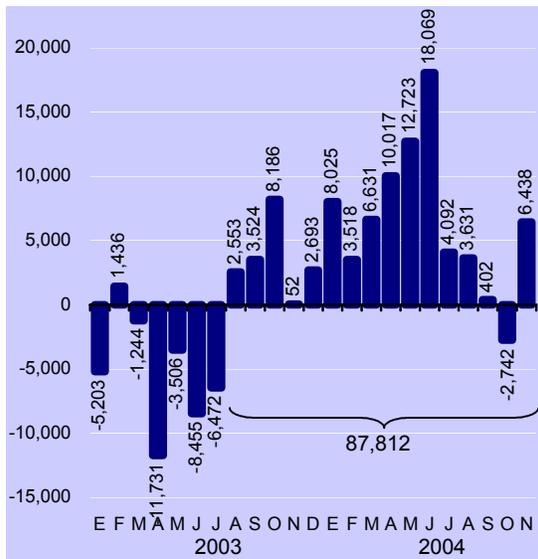
La mejoría del empleo formal fue notoria en la mayoría de los sectores económicos, incluyendo al manufacturero. No obstante, al cierre de diciembre de 2004 el empleo formal en dicho sector todavía registraba una caída de 675 mil trabajadores con relación al nivel que había alcanzado en ese mes de 2000. Al interior de ese sector, en 2004 la ocupación se incrementó principalmente en la industria maquiladora de exportación. Tal mejoría se inició en agosto de 2003 y, para el cierre de noviembre de 2004, ya había llegado a 94,555 trabajadores, lo que implicó un incremento de 9 por ciento en ese lapso (mejoría de 87,812 trabajadores con datos desestacionalizados, Gráfica 17). No obstante que al cierre de 2004 los niveles de la exportación e importación de la industria maquiladora ya habían superado sus

máximos alcanzados previamente en 2000, el empleo todavía presentaba un descenso de más de 200 mil trabajadores. Ello se explica fundamentalmente por dos factores: a) avances significativos en la productividad laboral en la mayoría de las industrias que integran el sector, lo que se reflejó en disminuciones de los requerimientos de mano de obra por dólar exportado; y b) la industria textil, que es la más intensiva en mano de obra en el sector maquilador, ha registrado una contracción significativa.

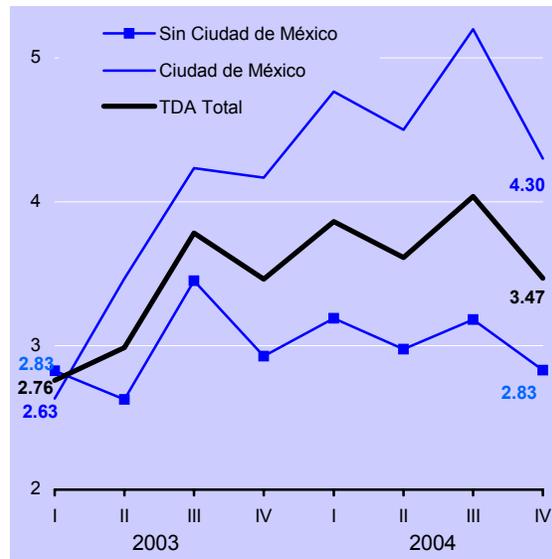
Un aspecto sobresaliente del comportamiento del empleo manufacturero en los años recientes es la correlación que ha mantenido con la ocupación en tal actividad en los Estados Unidos (Gráfica 18). Ello muestra la estrecha vinculación de la producción manufacturera en México con la de ese sector en aquel país. Así, la evolución de dicha ocupación en los dos países muestra una importante contracción a partir de 2001 y una incipiente mejoría en 2004.

Gráfica 17 Empleo y Desempleo

a) Variación Mensual del Número de Trabajadores en el Sector Maquilador
Datos desestacionalizados



b) Tasa de Desempleo Abierto en las Áreas Urbanas: con y sin la inclusión de la Ciudad de México
Por ciento

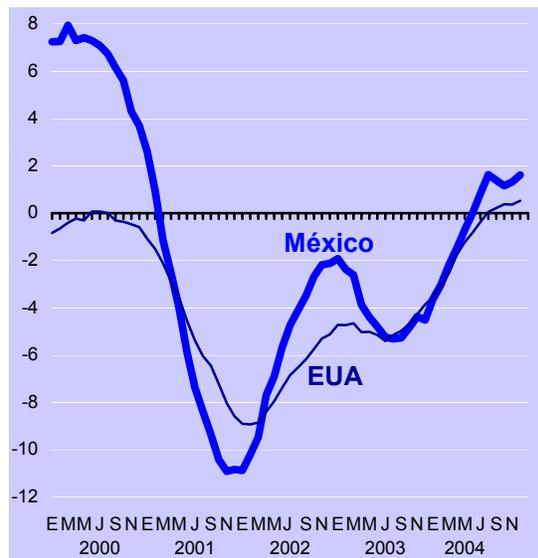
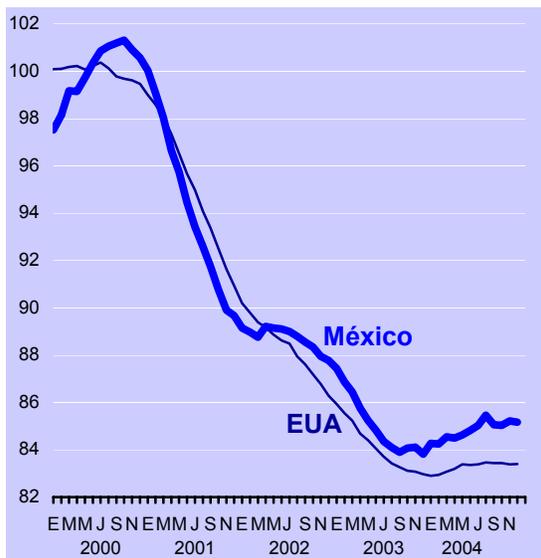


Fuente: a) INEGI y desestacionalización efectuada por el Banco de México; y b) la tasa de desempleo abierto total en las áreas urbanas y en la Ciudad de México provienen del INEGI. Por otra parte, la tasa de desempleo sin la Ciudad de México es elaboración del Banco de México con datos del INEGI.

Gráfica 18 Empleo en el Sector Manufacturero en México y en Estados Unidos

a) Datos desestacionalizados y 2000=100

b) Variaciones anuales en por ciento



Fuente: Para México los datos provienen del IMSS y la desestacionalización la efectuó el Banco de México. Para Estados Unidos las cifras desestacionalizadas provienen del Bureau of Labor Statistics, Departamento de Comercio de Estados Unidos.

La generación de empleos en el sector formal lograda en 2004 no se tradujo en una disminución de la tasa de desempleo en las áreas urbanas. Así, en el cuarto trimestre del año dicha tasa se ubicó en 3.47 por ciento, nivel que si bien fue menor al del trimestre precedente (de 4.04 por ciento), resultó prácticamente igual al de 3.46 por ciento registrado en el cuarto trimestre de 2003. En este contexto, cabe señalar que, luego de haberse acrecentado a lo largo de 2003, en 2004 la tasa de desempleo en la Ciudad de México permaneció en niveles relativamente elevados. Así, esa TDA se ubicó en promedio en el cuarto trimestre del año en 4.30 por ciento, mientras que había sido de 4.17 por ciento en el mismo trimestre de 2003. Por otra parte, al medir la tasa de desempleo excluyendo de su cálculo a la Ciudad de México, ésta resultó en el cuarto trimestre de 2004 de 2.83 por ciento, ligeramente más baja que la de 2.93 por ciento registrada en igual trimestre en 2003.

II.3.3. Oferta y Demanda Agregadas

La evolución de la actividad económica del país en 2004 mostró diferencias importantes con relación a la registrada en 2003, al considerar que el ritmo de crecimiento económico se fortaleció y que la contribución a dicho crecimiento de los distintos componentes de la demanda agregada fue más balanceada. Cabe recordar que en 2003 el incremento del producto fue modesto (de

1.3 por ciento), y se originó primordialmente de un mayor gasto de consumo, dado que la aportación proveniente de la demanda externa resultó reducida e inexistente la del gasto de inversión. En tal situación, el empleo formal se redujo. En contraste, en 2004 el crecimiento del PIB se elevó de manera importante, a lo que contribuyeron todos los renglones de la demanda agregada, incluyendo la de origen externo al aumentar las exportaciones de bienes y servicios; el gasto de inversión mostró un repunte, luego de tres años en que se había contraído; y el gasto de consumo, el renglón más cuantioso de la demanda agregada, mantuvo un crecimiento significativo. Tal evolución propició –como se comentó en la sección anterior– que el empleo en el sector formal de la economía presentara un avance.

En cuanto al comportamiento del producto y de la demanda agregada en el cuarto trimestre de 2004, ambos renglones mantuvieron una expansión anual vigorosa, que se benefició de un entorno externo favorable, tanto por el dinamismo de la demanda de nuestras exportaciones, como por la amplia disponibilidad de recursos que han impulsado al gasto. Destacan en esto último, por su magnitud, los ingresos petroleros y las remesas familiares, así como el ritmo al que ha venido creciendo el crédito al consumo e hipotecario. Todo ello propició que continuara el vigor del gasto de consumo y que se consolidara el repunte de la inversión.

En general, los aspectos más sobresalientes de la evolución de la actividad económica en el cuarto trimestre, fueron los siguientes:

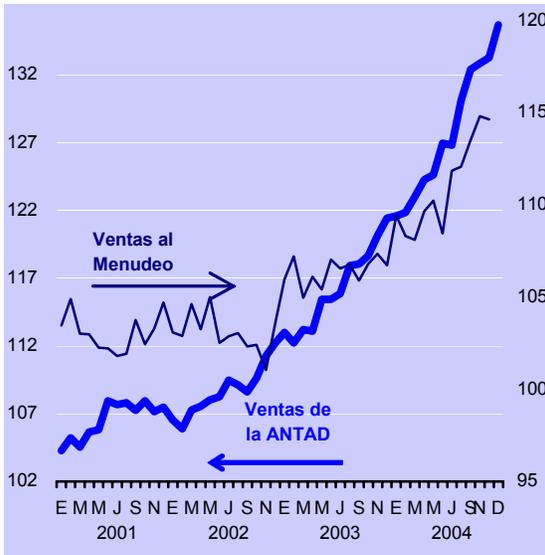
- (a) el crecimiento anual del producto fue ligeramente superior al registrado en el tercer trimestre, con lo que en esos dos periodos se alcanzaron las tasas anuales más elevadas en dieciséis trimestres. En los indicadores de producción, destaca que en el bimestre octubre-noviembre el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) mostró un crecimiento anual de 5.1 por ciento;
- (b) los dos componentes de la demanda agregada –la demanda interna y la externa– presentaron importantes alzas a tasa anual;
- (c) por primera vez en diez trimestres el dinamismo de la demanda interna superó al que registró el PIB;
- (d) la expansión del consumo se reflejó en una gama amplia de indicadores: i) en el bimestre octubre-noviembre de 2004 las ventas al menudeo presentaron un crecimiento anual de 6.6 por ciento, y en los primeros once meses del año su incremento promedio resultó de 4.6 por ciento;

ii) las ventas de las tiendas de la ANTAD registraron en el cuarto trimestre un crecimiento anual de 10.8 por ciento; y iii) las ventas al menudeo de vehículos mostraron un repunte en el cuarto trimestre al crecer 17.7 por ciento a tasa anual, el aumento más elevado en diez trimestres(Gráfica 19a);

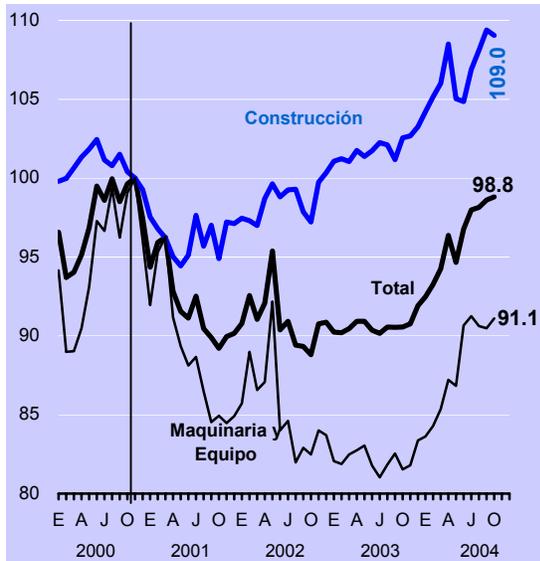
- (e) la inversión, al igual que en el tercer trimestre, se constituyó en el componente con mayor dinamismo de la demanda interna (Gráfica 19b). Así, en octubre de 2004 la inversión registró un crecimiento anual de 6.5 por ciento y se estima que en el bimestre octubre-noviembre la tasa correspondiente haya resultado cercana a 9 por ciento (tasas anuales respectivas de 4.5, 5.8 y 8.5 por ciento en el primero, segundo y tercer trimestres del año). Cabe señalar que en el cuarto trimestre las importaciones de bienes de capital mostraron un incremento anual de 17.5 por ciento. Por su parte, el componente de construcción en la inversión continuó su expansión, al aumentar en el bimestre octubre-noviembre en 5.9 por ciento. Tal evolución es atribuible al dinamismo de la construcción de vivienda y de obra pública en infraestructura. Como se comenta con mayor detalle en la sección de Agregados Monetarios y Crediticios, en el cuarto trimestre de 2004 el crédito a la vivienda mantuvo una fuerte expansión;
- (f) nuevos avances de la producción industrial, originados por alzas de sus cuatro sectores, aunque sobresalió la expansión de la industria de la construcción. Cabe señalar que en el bimestre octubre-noviembre de 2004 la producción industrial y la manufacturera presentaron crecimientos anuales respectivos de 3.7 y 3.4 por ciento;
- (g) el crecimiento de la producción manufacturera abarcó a la mayoría de sus divisiones de actividad y respondió a aumentos tanto de la producción dirigida al mercado externo, como al interno; y,
- (h) se frenó el debilitamiento de los indicadores de confianza y de clima de negocios que habían registrado en el tercer trimestre del año (Gráfica 20). De esa manera, dos de los tres indicadores de confianza que se elaboran en México mostraron un avance con relación a sus niveles del tercer trimestre (los de Confianza del Consumidor y de las Empresas Manufactureras). Por su parte, el Índice de Confianza de los Analistas del Sector Privado presentó un descenso trimestral.

Gráfica 19 **Indicadores de Gasto de Consumo y de Inversión**
 Datos desestacionalizados

a) Ventas en los Establecimientos Comerciales
 2000=100

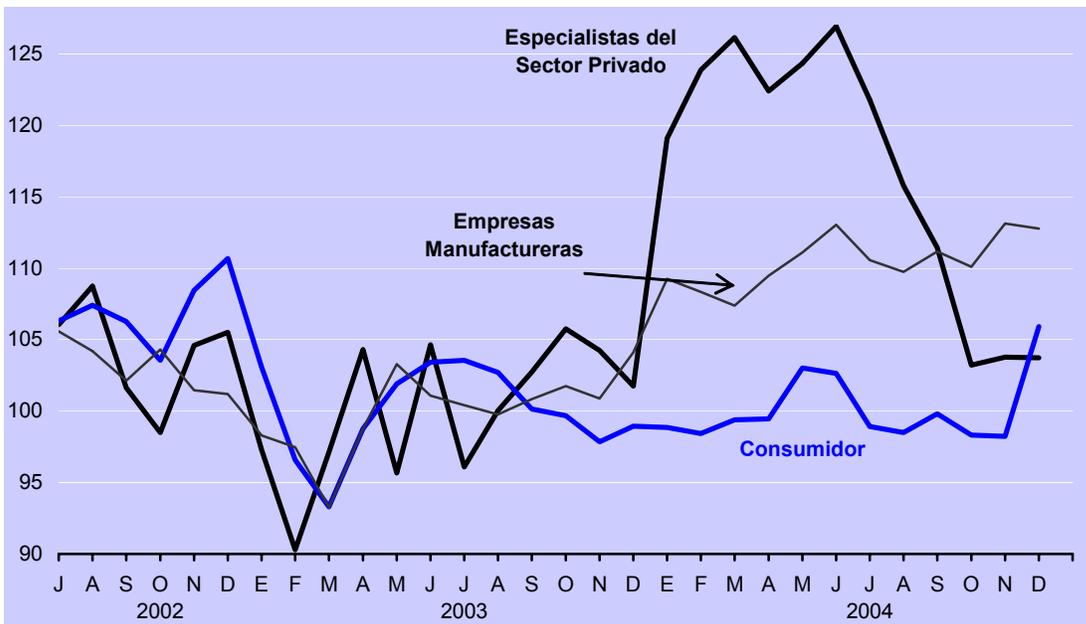


b) Inversión Fija Bruta
 Noviembre de 2000=100



Fuente: a) INEGI y ANTAD. Desestacionalización efectuada por el Banco de México; y b) INEGI y desestacionalización efectuada por el Banco de México.

Gráfica 20 **Índices de Confianza y de Clima de Negocios**
 Índices 2003 = 100



Fuente: Banco de México e INEGI.

El fortalecimiento que mostró el gasto de inversión a lo largo de 2004 –luego de tres años consecutivos de haberse contraído– permitió que, en el cuarto trimestre del año, dicho indicador, medido a precios constantes y con datos desestacionalizados, ya alcanzara el nivel máximo que había registrado en noviembre de 2000. No obstante, al interior del agregado persisten diferencias, dado que el gasto en construcción ya superó de manera significativa su nivel máximo registrado (noviembre de 2000), mientras que el correspondiente a maquinaria y equipo todavía presenta un rezago. En este contexto, como lo ha venido reiterando el Banco de México, una recuperación más robusta de la inversión ha sido desalentada por la falta de avances en materia de cambio estructural. Este factor ha sido señalado de manera reiterada en las encuestas que recaba periódicamente el Instituto Central en el sector manufacturero entre las empresas con inversión extranjera y los analistas económicos, como el principal obstáculo para lograr mayores niveles de inversión que permitan fortalecer la productividad y la competitividad de los distintos sectores. Al respecto, los resultados de un reciente estudio internacional derivado de una encuesta recabada entre los ejecutivos de las mil empresas más grandes del mundo, indican que las reformas estructurales todavía pendientes en México han propiciado que el país pierda atractivo para la inversión frente a otras economías emergentes.⁹

En suma, al considerar la evolución de una amplia gama de indicadores, se estima que en el cuarto trimestre de 2004 el crecimiento anual del PIB haya resultado de alrededor de 4.7 por ciento, una tasa anual ligeramente superior a la registrada en el tercer trimestre. Ello implicó que en el año en su conjunto la expansión del PIB haya resultado de aproximadamente 4.2 por ciento, lo que representaría el crecimiento más elevado en los últimos cuatro años.¹⁰

Finalmente, a pesar de la evolución que presenta la demanda agregada, no se vislumbran presiones de importancia sobre la inflación. No obstante, en la medida en que la economía continúe transitando por la fase alta de su ciclo, la capacidad productiva sin utilizarse en diferentes sectores continuará

⁹ A.T. Kearney, FDI Confidence Index, The Global Business Policy Council, October 2004, Volume 7.

¹⁰ La última información oficial disponible sobre la evolución del PIB y de la oferta y demanda agregadas se refiere al tercer trimestre de 2004. En dicho periodo sobresalieron los crecimientos anuales de las exportaciones de bienes y servicios (de 12.1 por ciento) y del consumo privado (5.7 por ciento) y el fortalecimiento a tasa anual de la formación bruta de capital (a 8.5 por ciento). Esto último como resultado de un fuerte incremento anual de la inversión privada (11.1 por ciento), ya que la pública se redujo en 1.7 por ciento.

estrechándose, lo que podría generar un entorno en el cual un mayor número de productores estaría en condiciones de incrementar sus precios con mayor facilidad. Esto se tornará especialmente relevante en los primeros meses de 2005, cuando la estacionalidad de los diferentes subíndices que conforman el índice de precios subyacentes es elevada, en virtud de que los productores de un gran número de bienes y servicios tienden a concentrar sus revisiones de precios a principios de año.

II.3.4. Balanza de Pagos y Flujos de Capital

En el cuarto trimestre de 2004 la evolución del sector externo de la economía mexicana se caracterizó por los siguientes aspectos: a) importante crecimiento a tasa anual de las exportaciones no petroleras; b) un elevado valor de las exportaciones petroleras que, sin embargo, se fue atenuando a lo largo del trimestre; c) dinamismo de las importaciones de mercancías, sobresaliendo el repunte que observaron las de bienes de capital; d) déficit moderados de las balanzas comercial y de la cuenta corriente, si bien resultaron significativamente más elevados que los del tercer trimestre del año. Esto último se debió a que en el trimestre el crecimiento de la demanda interna superó al del producto, así como por factores estacionales; e) un elevado ingreso de recursos por remesas familiares; f) un superávit de la cuenta de capital, que financió con holgura el déficit de la cuenta corriente; y g) una importante acumulación de reservas internacionales.

Las exportaciones manufactureras mantuvieron en el cuarto trimestre de 2004 la tendencia al alza que presentaron en los primeros tres trimestres de ese año. Dicha evolución implicó un incremento importante de las importaciones de insumos que se utilizan en la manufactura de los productos exportados. En lo referente al mercado petrolero internacional, éste siguió caracterizándose en el cuarto trimestre del año por altos precios del crudo, permitiendo que se mantuviera elevado el valor de las exportaciones petroleras del país. En el trimestre, el precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación se ubicó en 33.34 dólares por barril, similar al registrado en el trimestre previo (33.54 dólares). Dicho precio representó uno de los más altos que se han observado históricamente. Por otra parte, la expansión de la actividad económica nacional, así como del gasto interno, se reflejaron en 2004 en el dinamismo de los distintos rubros de la importación de mercancías (Gráfica 21). En este contexto, cabe destacar que en parte debido al comportamiento estacional habitual del gasto interno en consumo, las adquisiciones

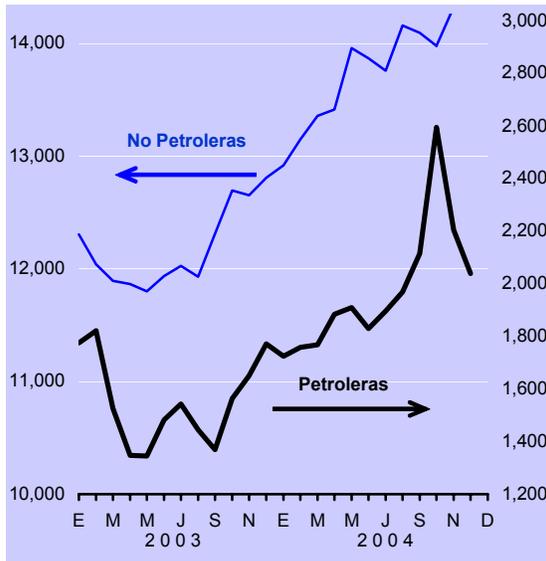
en el exterior de este tipo de bienes mostraron un repunte en el cuarto trimestre del año.

Gráfica 21

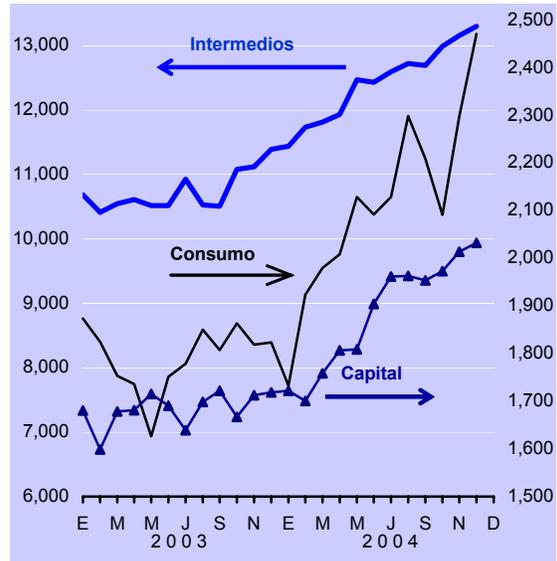
Exportaciones e Importaciones de Mercancías

Series desestacionalizadas, millones de dólares mensuales

a) Exportaciones



b) Importaciones



Fuente: Banco de México.

En el cuarto trimestre de 2004 las exportaciones de mercancías mostraron un crecimiento a tasa anual de 14.1 por ciento, derivado de incrementos de 37 por ciento de las exportaciones petroleras y de 11.2 por ciento de las no petroleras. Al interior de estas últimas, la expansión de las de bienes manufacturados resultó de 10.4 por ciento. Por lo que hace a las importaciones de mercancías, en el cuarto trimestre del año registraron un crecimiento anual de 17.9 por ciento, la tasa más alta en los cuatro trimestres del año. Así, los aumentos de las adquisiciones en el exterior resultaron de 17.1 por ciento para las de bienes intermedios, de 22.7 por ciento para las de consumo y de 17.5 por ciento para las de bienes de capital. Esta última representó la más elevada para ese rubro desde el primer trimestre de 2001.

El saldo deficitario de la balanza comercial resultó en el cuarto trimestre de 2004 de 4,760 millones de dólares, cifra superior a la de 2,613 millones registrada en igual trimestre de 2003. Lo anterior, a pesar de que en el cuarto trimestre de 2004 el valor de las exportaciones petroleras fue mayor en 1,793 millones de dólares al observado en igual trimestre en 2003. Este resultado es indicativo de que en dicho trimestre el dinamismo del gasto interno, el cual superó al del PIB, redundó en una ampliación del déficit comercial. Al respecto, cabe señalar que en todo 2004 dicho

déficit se ubicó en 8,117 millones de dólares, cifra más elevada que la del saldo correspondiente en 2003 de 5,624 millones.

Las exportaciones de mercancías de México canalizadas a Estados Unidos mostraron en el periodo enero-noviembre de 2004 un elevado crecimiento anual (13.1 por ciento). No obstante, en ese lapso, al igual que ocurrió en 2003, el incremento resultó menos vigoroso que el alcanzado por las exportaciones conjuntas del resto de los socios comerciales de ese país (17.4 por ciento). Tal evolución implicó que nuevamente se redujera la participación de los productos mexicanos dentro de las importaciones de Estados Unidos, de 11.03 por ciento en el periodo enero-noviembre de 2003, a 10.67 por ciento en igual lapso de 2004 (Cuadro 9). Por otra parte, cabe señalar que si se excluyen de las exportaciones hacia Estados Unidos las de los productos automotrices y el petróleo, resulta que en los primeros once meses de 2004 las de México presentaron un crecimiento de 14.7 por ciento, tasa menor que la de 17.3 por ciento conseguida por las ventas correspondientes de los demás socios comerciales de ese país.

Cuadro 9 Importaciones de Estados Unidos

Por ciento

| | Participación | | | | Variaciones Porcentuales Anuales: Enero-Noviembre de 2004 | | | | |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---|--------------|--------------------|--------------|-------------------------------------|
| | 2002 | 2003 | Ene-Nov 2003 | Ene-Nov 2004 | Total | Petróleo | Total Sin Petróleo | Automotriz | Total Sin Petróleo y Sin Automotriz |
| Total | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 16.92 | 32.57 | 15.58 | 8.98 | 17.02 |
| Total Sin México | 88.41 | 89.02 | 88.97 | 89.33 | 17.39 | 33.40 | 16.08 | 10.01 | 17.25 |
| Total Sin México y Sin China | 77.63 | 76.89 | 76.84 | 75.98 | 15.61 | 33.36 | 13.90 | 10.01 | 14.82 |
| 1. Canadá | 18.00 | 17.63 | 17.71 | 17.52 | 15.67 | 32.07 | 14.55 | 12.15 | 15.53 |
| 2. China | 10.78 | 12.13 | 12.13 | 13.35 | 28.68 | 61.69 | 28.65 | -- | 28.65 |
| 3. México | 11.59 | 10.98 | 11.03 | 10.67 | 13.10 | 27.63 | 11.44 | 4.65 | 14.66 |
| 4. Japón | 10.46 | 9.39 | 9.39 | 8.81 | 9.72 | -- | 9.72 | 4.20 | 13.35 |
| 5. Alemania | 5.38 | 5.42 | 5.37 | 5.23 | 14.01 | -- | 14.01 | 7.28 | 17.90 |
| 6. Reino Unido | 3.51 | 3.40 | 3.39 | 3.13 | 8.08 | -- | 1.78 | -1.45 | 2.35 |
| 7. Corea | 3.06 | 2.96 | 2.93 | 3.16 | 25.89 | -- | 25.89 | 26.71 | 25.61 |
| 8. Taiwan | 2.77 | 2.51 | 2.51 | 2.36 | 10.00 | -- | 10.00 | 15.13 | 9.74 |
| 9. Francia | 2.43 | 2.32 | 2.29 | 2.14 | 9.01 | -- | 9.01 | -- | 9.01 |
| 10. Malasia | 2.07 | 2.02 | 2.02 | 1.91 | 10.73 | 4.93 | 10.78 | -- | 10.78 |
| Suma de 10 países | 70.05 | 68.77 | 68.77 | 68.29 | 16.10 | 39.16 | 15.31 | 8.24 | 17.37 |

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

La entrada de recursos al país por concepto de remesas familiares se ubicó en el cuarto trimestre de 2004 en 4,219 millones de dólares, lo que significó un incremento anual de 25.4 por ciento. Lo anterior implicó que para todo 2004 tales ingresos resultaran de 16,613 millones, con un crecimiento anual de 24 por ciento. Dicho flujo se originó de 50.9 millones de transacciones, con un monto promedio de 327 dólares. Así, en 2004 el valor de las remesas resultó equivalente a 78 por ciento del valor de las exportaciones de petróleo crudo y a 87 por ciento del superávit comercial del sector maquilador.

La información descrita en los párrafos anteriores, así como la disponible con relación a otros renglones de la balanza de pagos, permiten estimar que, en el cuarto trimestre de 2004, el déficit de la cuenta corriente haya sido de alrededor de 4.7 miles de millones de dólares. Con lo anterior, el déficit acumulado por la cuenta corriente en 2004 sumaría 8.8 miles de millones de dólares, monto equivalente a 1.3 por ciento del PIB y que resulta similar al de 8.7 miles de millones en 2003. En lo referente a la cuenta de capital, la estimación es que en el último trimestre del año pasado haya mostrado una entrada neta de recursos por aproximadamente 8.6 miles de millones de dólares (incluyendo al rubro de errores y omisiones). Una parte significativa de estos fondos se derivó de la inversión extranjera, como resultado de flujos positivos tanto en el renglón de inversión directa, como en el de cartera. Por otra parte, cabe señalar que en el cuarto trimestre se efectuó la primera colocación en los mercados internacionales de un bono perpetuo por parte de una empresa privada mexicana, por un monto de 300 millones de dólares. Debe recordarse que, en el trimestre anterior, Pemex había realizado la primera colocación mexicana de un bono de este tipo.

En resumen, en el cuarto trimestre de 2004 la evolución de la balanza de pagos de México se caracterizó por un déficit moderado en la cuenta corriente de 4.7 miles de millones de dólares, un superávit en la cuenta de capital de 8.6 miles de millones (incluyendo errores y omisiones) y una acumulación de reservas internacionales de 3,881 millones de dólares. Con ello, se estima que en 2004 el superávit de la cuenta de capital se haya situado en alrededor de 12.9 miles de millones de dólares (incluyendo errores y omisiones), en tanto que las reservas internacionales netas aumentaron 4,061 millones de dólares.

III. La Política Monetaria durante el Cuarto Trimestre de 2004

III.1. Acciones de Política Monetaria

A lo largo de 2004 la política monetaria enfrentó los siguientes retos:

- (a) contener los efectos de los incrementos en los precios internacionales de diversas materias primas sobre las expectativas de inflación y las negociaciones salariales;
- (b) acotar las presiones de inflación que pudieran surgir por la fase de recuperación del ciclo económico que atraviesa la economía; y
- (c) propiciar el tránsito ordenado de la economía hacia un entorno global de mayor restricción monetaria.

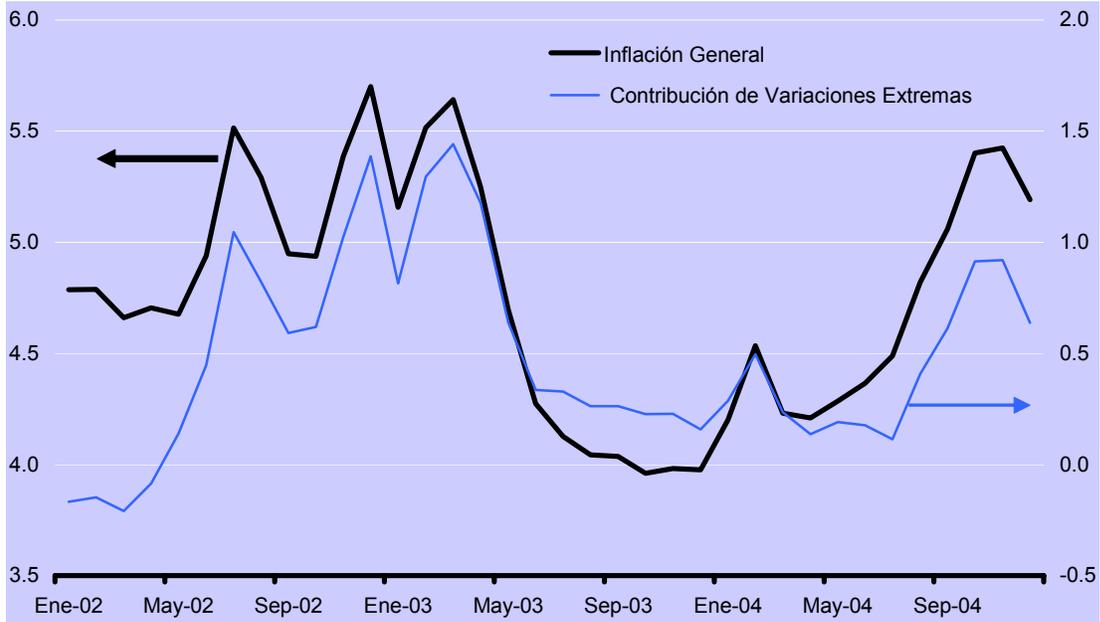
Durante el trimestre octubre-diciembre se presentaron dos fenómenos que propiciaron que la inflación registrara un repunte adicional: i) como consecuencia de problemas específicos en su oferta, se presentaron fuertes incrementos en los precios de algunas frutas y verduras, destacando el caso del jitomate; y, ii) continuó acentuándose la incidencia del subíndice de precios administrados sobre la inflación general, debido principalmente al alza en el precio del gas.

Si bien estos fenómenos tuvieron un impacto directo sobre la inflación general conviene señalar que, al igual que en el caso de otras perturbaciones de oferta que fueron registrándose a lo largo del año, los incrementos de precios se concentraron en unos cuantos genéricos y no dieron lugar a un alza generalizada de precios (Gráfica 22).

No obstante, en virtud del número e intensidad de los choques de oferta que se presentaron en 2004, las expectativas del público con relación a la inflación de mediano plazo se incrementaron de forma considerable (Gráfica 23). Como se observa en el Cuadro 10, mientras que en ese año la inflación medida a tasa anual se incrementó 121 puntos base, las expectativas de inflación anual para el cierre de 2005 y 2006 recabadas en la encuesta del Banco de México lo hicieron en 79 y 44 puntos base, respectivamente.

Gráfica 22

Contribución de las Variaciones Superiores e Inferiores Extremas al 10 por ciento en el Precio de los Genéricos sobre la Inflación General*



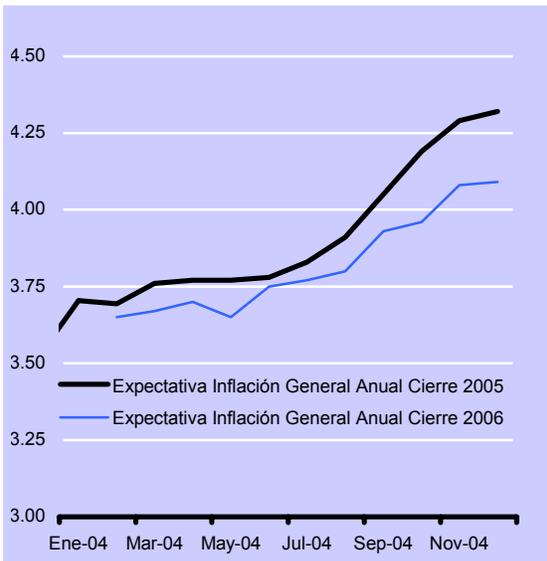
* Para calcular la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos sobre la inflación general se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del INPC se ordenan de mayor a menor en función de la contribución que cada una tiene sobre la variación del INPC; ii) se selecciona el 10 por ciento superior y el 10 por ciento inferior; y iii) se acumulan las contribuciones de las variaciones extremas anteriores sobre la inflación general. Dicha contribución de las variaciones extremas es un indicador útil para identificar si los movimientos en la inflación general obedecen a cambios en unos cuantos productos (esto sucede cuando la contribución de las variaciones extremas tiene un comportamiento similar al de la inflación general).

Gráfica 23

Expectativas de Inflación: Encuesta Banco de México

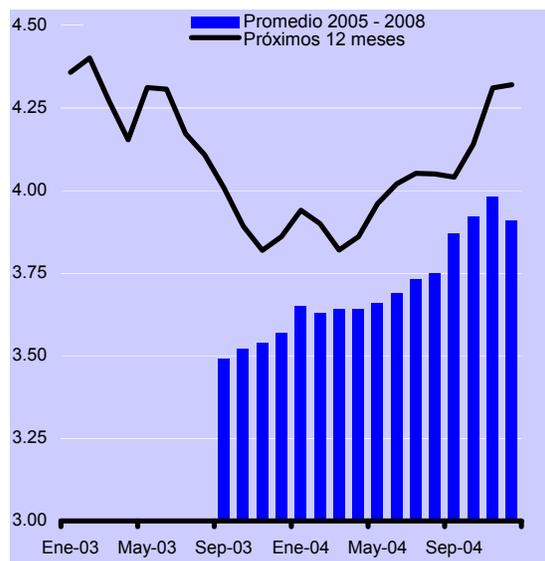
a) Expectativas de Inflación para el cierre de 2005 y 2006

Por ciento anual



b) Expectativas de Inflación para los próximos 12 meses y promedio para 2005-2008

Por ciento anual



Cuadro 10 Inflación Observada Anual y Expectativas de Inflación

| | Inflación Observada Anual | Inflación Esperada Anual | | | | | | | |
|--------------------------------|---------------------------|--------------------------|---------|-----------------------|---------|-----------------------|------------------|-----------------------|---------|
| | | 2004 | | 2005 | | 2006 | | Sig. 12 Meses | |
| | | Infosel ^{1/} | Banxico | Infosel ^{1/} | Banxico | Infosel ^{1/} | Banxico | Infosel ^{1/} | Banxico |
| Dic-03 | 3.98 | 3.99 | 3.86 | 3.69 | 3.53 | n.d. | n.d. | 3.99 | 3.86 |
| Ene-04 | 4.20 | 3.89 | 3.95 | 3.65 | 3.70 | 3.73 | n.d. | 3.88 | 3.94 |
| Feb-04 | 4.53 | 4.15 | 4.20 | 3.70 | 3.69 | 3.80 | 3.65 | 3.84 | 3.90 |
| Mar-04 | 4.23 | 4.17 | 4.23 | 3.72 | 3.76 | 3.76 | 3.67 | 3.76 | 3.82 |
| Abr-04 | 4.21 | 4.07 | 4.11 | 3.72 | 3.77 | 3.75 | 3.70 | 3.80 | 3.86 |
| May-04 | 4.29 | 4.10 | 4.09 | 3.75 | 3.77 | 3.79 | 3.65 | 3.96 | 3.96 |
| Jun-04 | 4.37 | 4.13 | 4.08 | 3.76 | 3.78 | 3.80 | 3.75 | 4.02 | 4.02 |
| Jul-04 | 4.49 | 4.16 | 4.14 | 3.83 | 3.83 | 3.83 | 3.77 | 4.03 | 4.05 |
| Ago-04 | 4.82 | 4.39 | 4.33 | 3.91 | 3.91 | 3.88 | 3.80 | 4.03 | 4.05 |
| Sep-04 | 5.06 | 4.64 | 4.64 | 3.97 | 4.05 | 3.91 | 3.93 | 3.98 | 4.04 |
| Oct-04 | 5.40 | 5.22 | 5.18 | 4.13 | 4.19 | 3.99 | 3.96 | 4.19 | 4.14 |
| Nov-04 | 5.43 | 5.35 | 5.36 | 4.21 | 4.29 | 4.01 | 4.08 | 4.23 | 4.31 |
| Dic-04 | 5.19 | 5.43 | 5.47 | 4.22 | 4.32 | 4.01 | 4.09 | 4.22 | 4.32 |
| Dic-04 - Dic-03 (Δ pb) | 121 | 144 | 161 | 53 | 79 | 30 ^{2/} | 44 ^{3/} | 23 | 46 |

1/ La información corresponde a la última encuesta del mes en cuestión.

2/ Con respecto a la primera encuesta de enero de 2004.

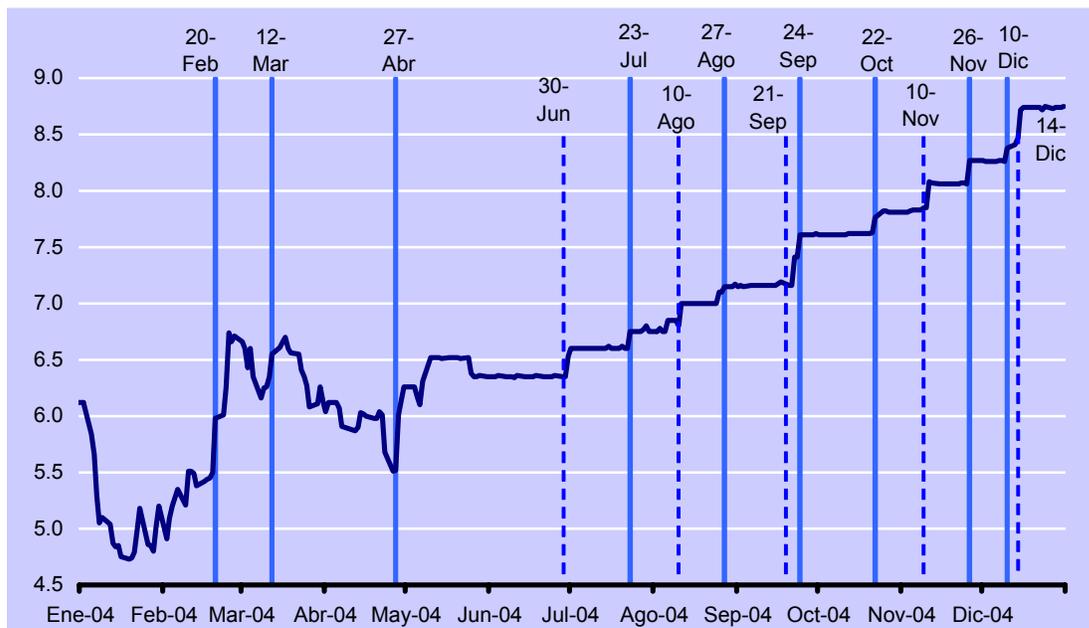
3/ Con respecto a la primera encuesta de febrero de 2004.

En este entorno, y a fin de evitar que se contaminaran las negociaciones salariales y la formación de precios en la economía, durante 2004 el Banco de México restringió de forma importante la postura de política monetaria. Esto lo hizo principalmente a través de dos vías:

- (a) Por un lado, incrementó el “corto” en nueve ocasiones. En particular, en el cuarto trimestre lo hizo en tres: el 22 de octubre de 51 a 57 millones de pesos; el 26 de noviembre a 63 millones de pesos; y el 10 de diciembre a 69 millones de pesos.
- (b) Por otro, en los comunicados de prensa correspondientes a sus anuncios de política monetaria, la Junta de Gobierno del Instituto Central señaló que, mientras así lo juzgue conveniente, las condiciones monetarias internas deberían reflejar, al menos, la mayor astringencia que se fuese presentando en los Estados Unidos.

Como consecuencia de las acciones descritas, las tasas de interés internas de corto plazo se incrementaron de manera considerable (Gráfica 24). Así, la tasa de fondeo interbancario aumentó 114 puntos base en el último trimestre, 263 puntos base en 2004 y más de 400 puntos base desde su nivel más bajo registrado en el año (19 de enero).

Gráfica 24

Tasas de Interés de Fondeo Bancario, Cambio en el “corto” y Cambio en la Tasa de Interés de Fondos Federales de los EEUU*


* Las líneas verticales continuas indican cambios en el “corto” y las punteadas indican cambios en la tasa de Fondos Federales de los EEUU.

Debe señalarse que las acciones para restringir la postura monetaria en nuestro país se han venido dando en un entorno donde han prevalecido condiciones favorables en los mercados financieros internacionales, ante la gradualidad del retiro del estímulo monetario en los Estados Unidos.

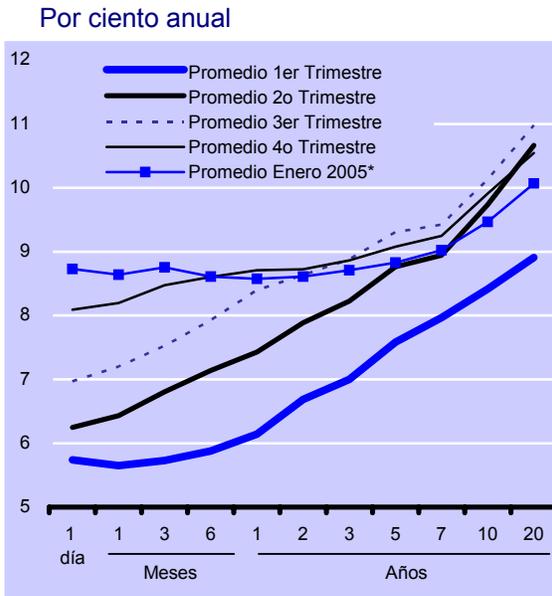
En este contexto, la combinación de las acciones adoptadas en materia monetaria por el Banco de México y del hecho que aún prevalecen condiciones de liquidez de relativa holgura en los mercados financieros mundiales, han dado como resultado tanto un “aplanamiento” considerable de la curva de rendimientos en moneda nacional, como diferenciales de tasas de interés entre México y los Estados Unidos que se han estrechado para plazos mayores y ampliado para menores (Gráfica 25).

Para 2005, la política monetaria continuará enfrentando retos importantes en materia de combate a la inflación, no obstante que la importancia relativa de éstos posiblemente sea distinta a lo sucedido en 2004. En este sentido, si bien el Instituto Central continuará atento a que no se presenten secuelas del fuerte repunte que mostró la inflación general en 2004, estará particularmente vigilante del comportamiento de la demanda agregada y de las presiones sobre la inflación que de ésta pudieran generarse.

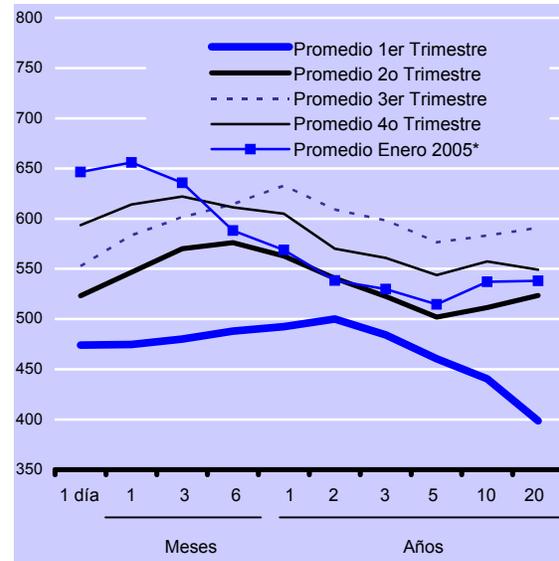
Gráfica 25

Curva de Rendimiento en México y Diferencial de Tasas de Interés entre México y los EEUU

a) Curva de Rendimiento en México



b) Diferencial de Rendimiento entre México y los EEUU



* Observaciones al 28 de enero.

En este contexto, debe destacarse que a pesar de que los diferentes rubros del gasto continúan mostrando vigor, de la evolución de diversos indicadores de la demanda agregada no se han vislumbrado presiones de consideración sobre la inflación. Asimismo, hasta ahora no parece haber habido contaminación del repunte registrado en la inflación general a las negociaciones salariales.

No obstante, también es importante mencionar los siguientes elementos: i) la inflación subyacente parece haberse estabilizado, si bien en niveles relativamente altos; ii) en especial, la inflación subyacente de los servicios distintos a los de la vivienda ha registrado cierto repunte atribuible, en gran medida, al incremento en el precio de algunos genéricos que utilizan como insumos diversas materias primas cuyas cotizaciones mostraron fuertes alzas; y, iii) tanto los niveles de la inflación subyacente total, como sus expectativas, sugieren que todavía no se ha incorporado de manera generalizada la meta de inflación de 3 por ciento en la formación de precios en la economía.

Por supuesto, dados los rezagos con los que operan los diferentes canales de transmisión de la política monetaria, ésta debe evaluar las condiciones inflacionarias que se espera prevalecerán en los siguientes meses. En este sentido, el Banco de México

actuará con oportunidad tanto para acotar las presiones sobre la inflación que se vislumbren asociadas al ciclo económico, como para restablecer la trayectoria de las expectativas de inflación hacia el objetivo de inflación.

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales

Al cierre de 2004 la base monetaria registró un saldo de 340.2 miles de millones de pesos y la diferencia entre dicho agregado y la trayectoria pronosticada fue, en promedio, de -0.2 por ciento para todo el año. Durante 2004, la base monetaria creció en promedio a una tasa anual de 14.1 por ciento, variación inferior en 2.3 puntos porcentuales a la observada el año previo.¹¹ 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), este proceso ha perdido vigor en los últimos años.¹²

Al cierre de 2004, los activos internacionales se incrementaron 5,174 millones de dólares, con lo que su saldo al 31 de diciembre fue de 64,233 millones de dólares.¹³ Por su parte, en 2004 la base monetaria se incrementó en 36,564 millones de pesos. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó 21,004 millones de pesos en el año (Cuadro 11).

Las reservas internacionales registraron un incremento de 3,881 millones de dólares durante octubre-diciembre de 2004. Esto fue resultado de una disminución en los pasivos a menos de seis meses del Banco Central por 1,960 millones de dólares y de una acumulación en la reserva bruta de 1,921 millones de dólares. La variación en la reserva bruta, se debió principalmente al efecto neto de las ventas de divisas de PEMEX al Banco de México por 2,977 millones de dólares, de la venta de dólares a través del mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales por 1,452 millones de dólares y de la adquisición de 89 millones de

¹¹ Variaciones calculadas con base en el promedio de saldos diarios.

¹² 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. Por tanto, era de esperarse que ante las fuertes caídas en las tasas de interés en los últimos años, se presentaría: i) un considerable proceso de remonetización; y, ii) que éste sería decreciente a lo largo del tiempo.

¹³ 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).

dólares por parte del Gobierno Federal. Como se ha mencionado en informes pasados, el citado mecanismo de venta de dólares ha permitido atenuar el ritmo de acumulación de las reservas internacionales (Gráfica 26).

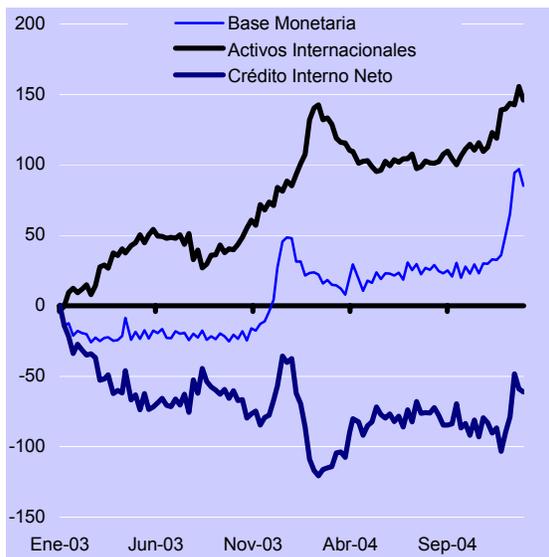
Cuadro 11 Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
Millones

| | Saldos | | Flujos en 2004 | | | | Acumulados al 31 de Dic. de 2004 |
|---|-----------------|-----------------|----------------|---------|---------|--------|----------------------------------|
| | Al 31 Dic. 2003 | Al 31 Dic. 2004 | Trimestre | | | | |
| | | | I | II | III | IV | |
| (A) Base Monetaria (Pesos) | 303,614 | 340,178 | -36,190 | 11,422 | 1,942 | 59,389 | 36,564 |
| (B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/} | 663,657 | 716,170 | 28,771 | -13,209 | 20,313 | 21,692 | 57,567 |
| Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/} | 59,059 | 64,233 | 2,646 | -1,186 | 1,800 | 1,915 | 5,174 |
| (C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/} | -360,043 | -375,992 | -64,960 | 24,631 | -18,371 | 37,696 | -21,004 |
| (D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] ^{3/} | 57,435 | 61,496 | 1,614 | 79 | -1,513 | 3,881 | 4,061 |
| (E) Reserva Bruta (Dólares) | 59,028 | 64,198 | 2,631 | -1,183 | 1,800 | 1,921 | 5,169 |
| Pemex | | | 3,268 | 2,484 | 5,102 | 2,977 | 13,832 |
| Gobierno Federal | | | 880 | -1,446 | -2,585 | -89 | -3,240 |
| Venta de dólares a la banca ^{4/} | | | -1,938 | -1,892 | -1,430 | -1,452 | -6,712 |
| Otros ^{5/} | | | 421 | -329 | 712 | 485 | 1,290 |
| (F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares) | 1,593 | 2,701 | 1,017 | -1,262 | 3,313 | -1,960 | 1,108 |

- 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 la reserva internacional y otras operaciones.

Gráfica 26 Base Monetaria y Reservas Internacionales

a) Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto. Flujos efectivos acumulados desde 2003 en miles de millones de pesos



b) Saldo de la Reserva Internacional y Venta de Dólares. Miles de millones de dólares



III.2.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

El medio circulante (M1) registró de enero a noviembre de 2004 una tasa de crecimiento real anual promedio de 9.2 por ciento. Este resultado se debe tanto al proceso de remonetización presente en todos los medios de pago, como al dinamismo de las cuentas de nómina. A noviembre de 2004, este tipo de cuentas ya representaba el 20 por ciento de la captación bancaria líquida y, durante el año, crecieron en promedio a una tasa real anual de 18.2 por ciento (Cuadro 12).

Por lo que se refiere al agregado monetario amplio (M4), destaca la recuperación de la captación bancaria y el incremento del ahorro de los no residentes en instrumentos financieros internos, principalmente en valores públicos de largo plazo a tasa fija.¹⁴ El esfuerzo de captación de recursos por parte de la banca comercial está asociado, en parte, a la expansión del financiamiento al sector privado (Gráfica 27a). Al respecto, el crédito directo vigente creció a una tasa real anual de 21.3 por ciento en noviembre. A su interior destaca por su vigor el crédito otorgado a hogares, el cual registra a noviembre un incremento a tasa anual de 38.9 por ciento en términos reales. En cuanto a sus componentes, tanto el crédito al consumo, como el otorgado a la vivienda, se expanden con variaciones reales anuales de 47 y 22.8 por ciento, respectivamente (Gráfica 27b). No obstante, hay que considerar que el saldo del crédito bancario a los hogares es aún muy reducido, alcanzando tan sólo 3.22 por ciento del PIB.

Por su parte, en los últimos meses ha comenzado a repuntar el crédito bancario a empresas, el cual alcanzó en noviembre una expansión real anual de 10.7 por ciento (se refiere al crédito directo vigente). El aumento en el crédito al sector privado se debe a diversos factores, entre los que se encuentran tanto elementos estructurales como coyunturales. Respecto a los primeros, cabe señalar el avance a una inflación baja y estable y las diversas reformas en materia financiera adoptadas en los últimos años, lo cual ha contribuido a propiciar que el crédito se otorgue en mejores condiciones, tanto para los deudores, como para los acreedores. Por lo que se refiere a los factores coyunturales, destaca la recuperación cíclica de la actividad económica.

¹⁴ La tenencia de valores por parte de los no residentes se incrementó en 54.6 mmp en los primeros once meses del 2004, equivalente a un 15.3 por ciento del flujo de M4.

Cuadro 12

Agregados Monetarios

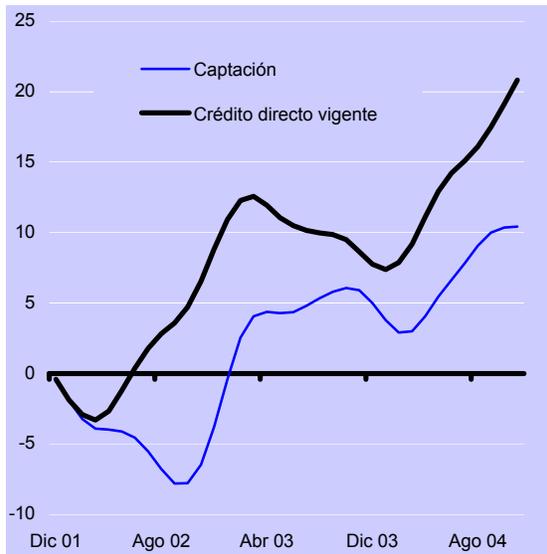
Variación real anual de saldos promedio

| | 2003 | 2004 | | | |
|---|------|------------|------|------|-------|
| | | Trimestres | | | Nov |
| | | I | II | III | |
| Billetes y Monedas en Poder del Público | 9.8 | 7.9 | 10.5 | 10.4 | 8.3 |
| Cheques M.N. | 7.3 | 7.7 | 9.2 | 4.9 | 2.6 |
| Depósitos en Cuenta Corriente | 15.3 | 23.2 | 20.8 | 16.4 | 7.8 |
| Cheques M.E. | -8.7 | -6.5 | 3.0 | 19.0 | 26.0 |
| M1 | 7.0 | 8.0 | 10.4 | 9.6 | 7.4 |
| M2 | 7.0 | 7.7 | 8.3 | 7.0 | 5.3 |
| M3 | 7.2 | 8.4 | 8.6 | 7.4 | 6.6 |
| M4 | 6.9 | 8.2 | 8.5 | 7.3 | 6.6 |
| Memo: | | | | | |
| Captación de Banca Comercial Interna | 5.6 | 0.5 | 6.6 | 7.7 | 9.4 |
| Ahorro de no Residentes | 33.8 | 63.7 | 43.2 | 42.5 | 133.4 |

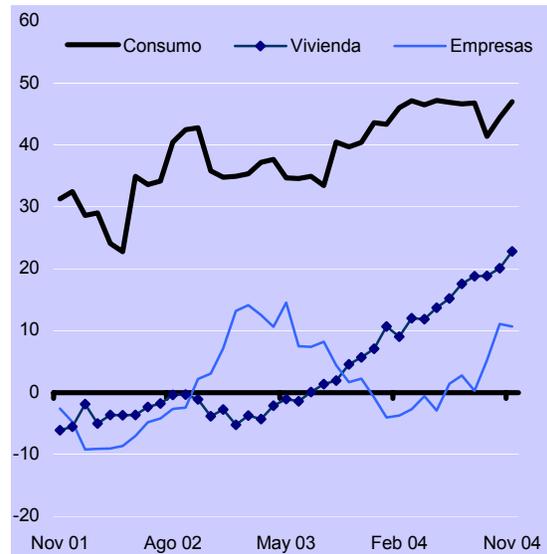
Gráfica 27

Crédito Directo Vigente Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado

a) Captación y Crédito Directo Vigente al Sector Privado
Variación real anual en por ciento de series de tendencia



b) Crédito Directo Vigente al Sector Privado (no incluye la cartera asociada a programas de reestructura)
Variación real anual en por ciento



IV. Perspectivas del Sector Privado para 2004-2005

IV.1. Pronósticos sobre la Actividad Económica y sobre otras Variables que Influyen en la Inflación

Durante el cuarto trimestre de 2004 los analistas económicos del sector privado modificaron sus pronósticos con respecto a las principales variables macroeconómicas. En general, en las expectativas recabadas de los consultores destacaron tres aspectos: a) aumento de la inflación esperada tanto para 2004 como para 2005; b) ligera revisión al alza de la previsión sobre el crecimiento económico en 2004; y c) se frenó el debilitamiento de los indicadores de confianza y de clima de negocios que habían registrado en el tercer trimestre del año. De hecho, dos de los tres indicadores de confianza que se elaboran en México mostraron un avance con relación a sus niveles del tercer trimestre.

En particular, en las previsiones recabadas en diciembre pasado sobresalió: i) un crecimiento del PIB en 2004 que se anticipa en 4.08 por ciento, cifra más alta que la de 4.02 por ciento captada en la encuesta de septiembre (Cuadro 13). Asimismo, para 2005 y 2006, se prevé una ligera moderación de la expansión del PIB, que mostraría tasas respectivas de 3.74 y 3.83 por ciento; ii) se estima que en 2005 se generarán 401 mil empleos formales; iii) las expectativas acerca de las tasas de interés que prevalecerán en el país durante los próximos meses se revisaron al alza con relación a las estimaciones obtenidas en septiembre pasado; iv) los niveles esperados para el tipo de cambio del peso mexicano durante los próximos meses y al cierre de 2005 se redujeron con respecto a lo señalado en septiembre de 2004; y, v) saldos deficitarios moderados para la balanza comercial y para la cuenta corriente en 2004 y 2005.

Los analistas encuestados en el cuarto trimestre de 2004 insistieron en que los dos principales factores que podrían obstruir durante los próximos meses el ritmo de la actividad económica en México y el logro de mayores niveles de inversión son: a) la ausencia de avances en materia de las reformas estructurales todavía pendientes; y, b) cierta incertidumbre política interna que percibieron en el periodo de referencia.

Cuadro 13 Expectativas del Sector Privado: Septiembre y Diciembre de 2004^{1/}

| | Septiembre 2004 | Diciembre 2004 | Septiembre 2004 | Diciembre 2004 |
|--|--------------------|-------------------|---|-------------------|
| Crecimiento del PIB Real en México | | | Tipo de Cambio (Pesos por dólar, cierre de año) | |
| 2004 | 4.02% | 4.08% | 2004 Encuesta Banxico | 11.58 |
| 2005 | 3.74% | 3.74% | Futuros ^{4/} | 11.52 |
| Déficit Comercial (Millones de dólares) | | | 2005 Encuesta Banxico | 11.92 |
| 2005 | 9,924 | 8,526 | Mezcla Mexicana de Petróleo (Dólares por barril en promedio) | |
| Déficit de la Cuenta Corriente (Millones de dólares) | | | 2005 Encuesta Banxico | 27.06 |
| 2004 | 9,455 | 7,985 | Incrementos Salariales | |
| 2005 | 13,803 | 12,314 | Para Enero 2005 | n.d. |
| Inversión Extranjera Directa (Millones de dólares) | | | Para Febrero 2005 | n.d. |
| 2004 | 15,327 | 14,501 | Índice de Confianza y de Clima de los Negocios | |
| 2005 | 13,431 | 13,852 | 1998=100 ^{5/} | 144.0 |
| Crecimiento del PIB Real y de la Producción Industrial en los EUA Durante 2004 y 2005 | | | | |
| Crecimiento del PIB en 2004 | | | Crecimiento del PIB en 2005 | |
| Encuesta Banxico | 4.28% | 4.49% | Encuesta Banxico | 3.60% |
| Consensus Forecasts ^{2/} | 4.3% | 4.4% | Consensus Forecasts ^{2/} | 3.5% |
| Blue Chip Economic Indicators ^{3/} | 4.3% | 4.4% | Blue Chip Economic Indicators ^{3/} | 3.6% |
| Producción Industrial en 2004 | | | Producción Industrial en 2005 | |
| Blue Chip Economic Indicators ^{3/} | 4.8% | 4.5% | Blue Chip Economic Indicators ^{3/} | 4.9% |

1/ A menos que se especifique lo contrario, la información se obtiene de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba mensualmente el Banco de México.

2/ Consensus Forecasts del 13 de septiembre y del 6 de diciembre de 2004.

3/ Blue Chip Economic Indicators del 10 de septiembre y del 10 de diciembre de 2004.

4/ Los futuros del tipo de cambio corresponden al 30 de septiembre y al 13 de diciembre de 2004.

5/ Nivel promedio en el tercero y cuarto trimestres.

n.d. no disponible.

IV.2. Expectativas sobre la Inflación

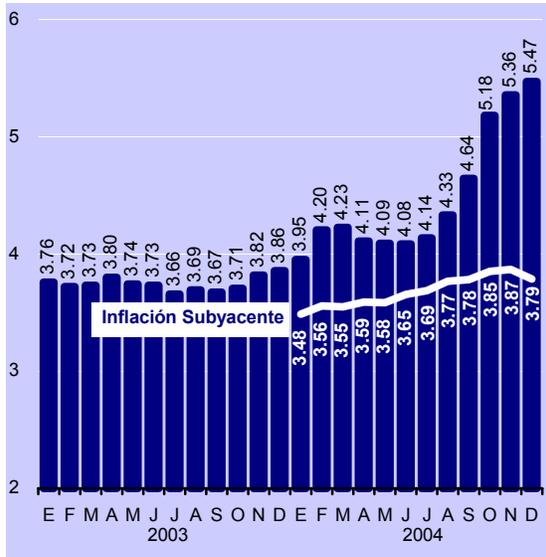
Durante el cuarto trimestre de 2004 los especialistas del sector privado revisaron al alza sus pronósticos de inflación para diferentes horizontes. Así, en la encuesta de diciembre de ese año, la previsión para la inflación general en 2004 se ubicó en 5.47 por ciento, cifra superior tanto a la recabada en septiembre pasado (4.64 por ciento), como a la que se observó en el año (5.19 por ciento).¹⁵ En cuanto a la inflación subyacente en 2004, su estimación se mantuvo prácticamente sin cambio, al resultar en diciembre pasado de 3.79 por ciento, dato que se compara con el que se había calculado en septiembre de ese año de 3.78 por ciento, mientras que la que efectivamente se registró resultó de 3.80 por ciento. Por otra parte, las respuestas captadas en la encuesta de diciembre también mostraron aumentos en las tasas de inflación esperadas para 2005, 2006, 2007 y la promedio para el periodo 2006-2009, alcanzando éstas niveles respectivos de 4.32, 4.09, 3.95 y 3.91 por ciento.

¹⁵ La encuesta del Banco de México para diciembre se recabó durante la segunda semana de ese mes y, por lo tanto, no se había dado a conocer la inflación del cierre de diciembre y de la primera quincena de enero. En otras encuestas que se recaban con mayor periodicidad, algunos de los indicadores de inflación esperada han mostrado cierta reducción.

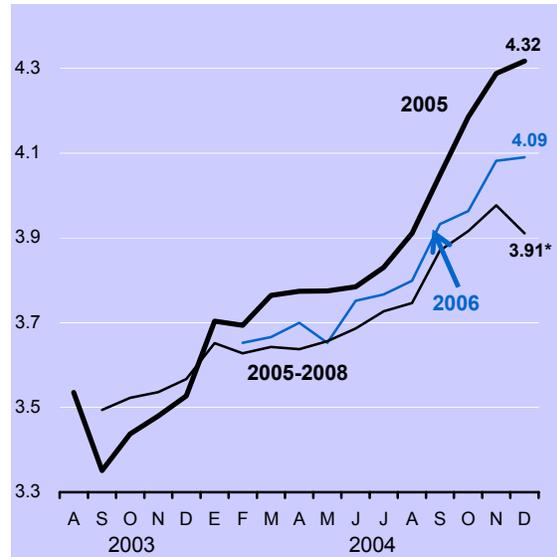
Gráfica 28

Expectativas de los Consultores sobre la Inflación en 2004-2008

a) Inflación General (INPC) y Subyacente en 2004
Por ciento



b) Inflación Promedio para el Corto y Largo Plazo
Por ciento



* La expectativa recabada en la encuesta de diciembre corresponde al período 2006-2009.

Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

V. Balance de Riesgos y Conclusiones

El escenario que el Banco de México prevé para 2005 se sustenta en los siguientes supuestos:

- (a) Las perspectivas para la economía mundial continúan siendo favorables. Al respecto, se anticipa que la economía estadounidense mantendrá un ritmo de crecimiento más cercano a su potencial, y el promedio de las proyecciones de crecimiento de los principales analistas se sitúa en 3.6 por ciento. Por lo que se refiere a la producción industrial en ese país, se prevé que durante 2005 ésta se expandirá a un ritmo superior al del producto (4.2 por ciento).
- (b) Se espera que la inflación subyacente y sus expectativas en los Estados Unidos se mantengan en niveles moderados, de forma tal que el retiro del estímulo monetario por parte del Banco de la Reserva Federal procedería gradualmente. En este entorno, se anticipa que en 2005 prevalecerán condiciones propicias en los mercados financieros internacionales. La combinación de condiciones favorables de acceso a financiamiento externo, ingresos petroleros y remesas familiares, hacen previsible que se mantenga una amplia disponibilidad de recursos para impulsar el gasto interno.

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

Crecimiento: Para 2005 se mantiene la previsión de un crecimiento del producto de entre 3.5 y 4.0 por ciento, ligeramente inferior al de 2004, en congruencia con el escenario económico mundial.

Empleo: Se estima que la generación de empleos en el sector formal para 2005 será cercana a las 400 mil plazas.

Cuenta Corriente: Para 2005 se espera que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos continúe siendo moderado, situándose en niveles cercanos al 2 por ciento del producto.

Inflación: Para 2005 es de esperarse que la inflación general muestre una tendencia decreciente, para situarse al cierre del año en el interior del intervalo de variabilidad establecido alrededor del objetivo de inflación. Esta consideración se deriva de la discusión que se presenta a continuación.

Durante 2004 la evolución de la inflación estuvo sujeta a múltiples perturbaciones de oferta, principalmente asociadas al alza de las cotizaciones internacionales de diversas materias primas. En los últimos meses del año este entorno se vio complicado aún más por la presencia de factores climáticos que afectaron la producción de diversos productos agrícolas en México y los Estados Unidos.

Algunas de las perturbaciones mencionadas ya han empezado a ceder y es previsible que otras lo vayan haciendo paulatinamente. En efecto, los mercados a futuro sugieren que los precios del crudo y sus derivados se irán reduciendo gradualmente en los siguientes meses. Por su parte, los precios internacionales de los alimentos y de las materias primas agrícolas han venido disminuyendo.

Por lo que se refiere a la inflación no subyacente en particular, y a su impacto sobre la inflación general, cabe destacar:

- (a) Se anticipa que los precios de diferentes bienes primarios que han registrado fuertes alzas tendrán un comportamiento más favorable. Ello se sustenta tanto en la previsión de que la economía mundial mostrará una moderada desaceleración en su ritmo de crecimiento, como en que la oferta de algunos de estos bienes se ha incrementado al haberse elevado de forma considerable la rentabilidad de su producción. En especial, es posible que los precios de los energéticos ya hayan registrado sus niveles más elevados, mientras que las cotizaciones de algunos granos y cereales y de otras materias primas agrícolas se han reducido.
- (b) El precio de los productos cárnicos experimentó un fuerte aumento durante 2004, debido a la expansión de la demanda mundial. En adición a ello, al cierre de 2003 y principios de 2004 se detectaron problemas sanitarios en los países abastecedores de estos productos en México, lo que trajo como consecuencia una disminución de la oferta interna de los referidos bienes, lo que incidió en su precio de venta. Los mercados a futuro sugieren que en 2005 se reducirá el precio de la carne de cerdo y que el de la de res presentará un comportamiento estable. De ser así,

ello conduciría a una disminución en la tasa de inflación anual de este grupo de genéricos.

- (c) Se espera que los precios y tarifas de los bienes y servicios administrados muestren un comportamiento congruente con la trayectoria sugerida por los mercados a futuro. Este sería el caso de las gasolinas en las zonas fronterizas, del gas LP y del gas natural. En el caso de las tarifas eléctricas, el Gobierno Federal ha anunciado que llevará a cabo un esfuerzo para moderar sus incrementos.
- (d) Los choques de oferta que dieron lugar a un incremento en las expectativas de inflación han comenzado a ceder, por lo que éstas también han comenzado a hacerlo. Esto podría sugerir que se ha registrado un punto de inflexión respecto a su tendencia.
- (e) Al parecer, los efectos de las perturbaciones de oferta sobre las negociaciones salariales han sido limitados.

En lo que concierne a la inflación subyacente, debe resaltarse:

- (f) Al interior del subíndice de las mercancías, se espera que la inflación anual de los alimentos disminuya, en congruencia con la evolución de los precios de estos bienes en los mercados internacionales. Por su parte, se prevé que la del resto de las mercancías presentaría cierta tendencia lateral. Por tanto, se considera que la inflación subyacente total de las mercancías mostrará una tendencia a reducirse en el presente año.
- (g) Se estima que la variación anual del subíndice de los servicios de la vivienda se mantenga alrededor de los niveles que presenta actualmente, mientras que la del resto de los servicios podría continuar incrementándose en los siguientes meses, para después estabilizarse. Esta última consideración se basa en que el repunte que se ha observado en los precios de ciertos servicios es atribuible en gran parte al incremento de las cotizaciones de algunas materias primas que se utilizan como insumos en su producción. En la medida en que las perspectivas para estas cotizaciones mejoren, y que no se presenten presiones por el lado salarial, sería de esperarse que dicha inflación eventualmente se estabilizara tras el repunte referido. En suma, se estima que en la primera parte del año la inflación subyacente total de los servicios presente

una moderada tendencia al alza, para posteriormente mantenerse estable.

- (h) De lo anterior se desprende que la trayectoria de la inflación subyacente total dependerá en gran medida del comportamiento de los precios de los alimentos y del de los precios de los servicios distintos a los de la vivienda, grupos que poseen prácticamente la misma ponderación en el INPC. Por tanto, es previsible que en los primeros meses del año la inflación subyacente total muestre cierta tendencia lateral, para después comenzar a reducirse.

En general, el panorama para la inflación en los siguientes meses dependerá de la interacción de los factores anteriores. En especial, la combinación de mejores previsiones para las cotizaciones internacionales de las materias primas, y del manejo de la política monetaria, hace posible anticipar una trayectoria descendente para la inflación en 2005. Esto es, de concretarse las perspectivas descritas para los diversos subíndices de precios que conforman el INPC, sería de esperar que al cierre de 2005 la inflación general se situase en niveles similares a los del cierre de 2003.

Como se puede apreciar, de materializarse el escenario anterior, la mayor contribución a la reducción de la inflación en 2005 provendría del componente no subyacente del INPC. Esto pone de manifiesto que la convergencia de la inflación hacia su meta aún enfrenta retos importantes. A saber:

- (i) la inflación subyacente ha mostrado resistencia a reducirse;
- (ii) la inflación subyacente de los servicios distintos de los de la vivienda ha repuntado si bien, como ya se mencionó, ello se debe principalmente a los aumentos de los precios de alimentos y energéticos ocurridos en los meses anteriores;
- (iii) los niveles de la inflación subyacente y sus expectativas sugieren que el objetivo de inflación de largo plazo aún no ha sido incorporado de manera generalizada en la formación de precios en la economía.

En este contexto, el Banco de México conducirá su política para procurar condiciones monetarias que sean congruentes con la convergencia de la trayectoria de la inflación hacia su meta.

* * *

El escenario macroeconómico previsto está sujeto principalmente a dos tipos de riesgos que, por su naturaleza, operan en dirección opuesta: por un lado, aquéllos que pueden impactar la inflación y, por otro, aquéllos que pudieran afectar el crecimiento.

En cuanto a los primeros, debe destacarse la posibilidad de que se intensifiquen las presiones inflacionarias provenientes de la demanda agregada en los Estados Unidos y, en general, a nivel mundial. Este escenario podría tener, a su vez, dos ramificaciones. En primer lugar, las tasas de interés externas se verían presionadas al alza, lo cual propiciaría mayor volatilidad en los mercados financieros y, en consecuencia, un deterioro en las condiciones de acceso al financiamiento externo por parte de las economías emergentes. En segundo, bajo estas condiciones, es posible que las cotizaciones internacionales de las materias primas continuarían viéndose presionadas al alza, lo que dificultaría considerablemente el panorama para la inflación en México.

Quizás, de entre los mayores riesgos que pudieran enfrentarse en materia de combate a la inflación, se encuentran aquéllos que se derivan de las condiciones internas de la economía. En este sentido, el Banco de México se mantendrá particularmente vigilante tanto de la evolución de la demanda agregada, como de la de las negociaciones salariales, y de las presiones que de éstas pudieran originarse sobre la inflación.

Por otro lado, se tienen a los factores de riesgo que pudiesen afectar el crecimiento. Entre éstos, destaca la posibilidad de que la actividad económica en los Estados Unidos se desacelere significativamente. A ello podrían contribuir posibles incrementos adicionales en los precios del crudo y sus derivados, o bien una caída brusca en los precios de los bienes raíces. Ante tales escenarios, la economía mexicana se vería impactada por una menor demanda de sus exportaciones, con lo cual se reducirían las perspectivas de crecimiento y de generación de empleos. Por supuesto, en el caso de que se incrementaran de manera importante los precios del crudo, ello también tendría consecuencias adversas sobre la inflación.

Claramente, puede pensarse en otras combinaciones de eventos que pudiesen afectar a nuestra economía, ya sea en términos de inflación, de crecimiento e, inclusive, de ambos. No obstante, en esta ocasión se considera importante mencionar adicionalmente dos fuentes de incertidumbre que, por sus características, podrían repercutir en la economía en un horizonte de tiempo mayor.

Por un lado, como ya se mencionó, resulta preocupante el elevado y creciente déficit de la cuenta corriente de los Estados Unidos, que ha alcanzado una magnitud sin precedentes y parece ser insostenible en el largo plazo. Esto es, podría darse el caso en que la posición deudora neta de la economía estadounidense se tornara insostenible. De materializarse un escenario como éste, es posible que la volatilidad en los mercados financieros internacionales se viera incrementada de manera importante, lo cual deterioraría las condiciones de acceso a financiamiento para las economías emergentes. Asimismo, la contracción de la demanda externa que se presentaría se traduciría en una considerable desaceleración de la actividad económica.

Por otro, debe resaltarse que, en la medida en que se vayan aproximando las elecciones federales del 2006 en México, podrían generarse condiciones adversas para nuestra economía a través de dos vertientes. En primer lugar, se podría dificultar aún más el llegar a los consensos necesarios para avanzar en los diferentes programas de cambio estructural que son indispensables para elevar la flexibilidad y competitividad de la economía. En segundo, la volatilidad en nuestros mercados financieros podría incrementarse, debido a la incertidumbre política.

Al evaluar conjuntamente los riesgos descritos, es probable que en los siguientes meses vaya cobrando mayor importancia el anclaje macroeconómico de la economía, del cual forma parte fundamental la política monetaria. De ahí la importancia que una institución autónoma como el Banco de México tenga como objetivo procurar la estabilidad de precios.

En todo el mundo, el combate a la inflación es un proceso gradual que debe enmarcarse en un horizonte de largo plazo. Por eso, aunque en 2004 una serie de perturbaciones excepcionales hicieron más compleja esta tarea, el Instituto Central reitera su compromiso de procurar la estabilidad de precios y, con ello, salvaguardar las condiciones fundamentales para producir e invertir. Esta será la contribución del Banco Central a un entorno de certidumbre que, en la medida de lo posible, aisle la actividad económica de las eventuales perturbaciones externas o internas y coadyuve a aprovechar el potencial de crecimiento del país.

Programa Monetario para 2005

La conducción de la política monetaria en México se realiza 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 a fin de alcanzar una inflación anual del INPC de 3 por ciento y de mantenerla permanentemente alrededor de ese nivel, considerando un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual. Por tanto, la meta de inflación opera de manera continua y no solamente para la inflación anual de cierre del año.

Como se mencionó en su oportunidad, la meta se acompañó de un intervalo de variabilidad, cuya función es acomodar perturbaciones de precios relativos que usualmente sólo tienen un efecto transitorio sobre la inflación. Asimismo, la naturaleza sorpresiva de dichas perturbaciones dificultan que el Banco Central pueda contrarrestarlas con precisión.

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 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, la recomendación suele ser que la autoridad monetaria no contrarreste dichas presiones, al menos que éstas contaminen las expectativas de inflación y el proceso de determinación de otros precios. En este caso, el banco central sí restringiría la política monetaria para evitar incrementos subsecuentes de precios (efectos de segundo orden). No obstante, es importante destacar que esta última prescripción debe matizarse en el caso de las economías que no hayan concluido sus procesos de desinflación. En estos casos, independientemente de las presiones que coyunturalmente enfrente la inflación, será necesario que la política monetaria mantenga un sesgo restrictivo.

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.¹⁶ 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.

3. Instrumentación de la Política Monetaria

Los bancos centrales conducen la política monetaria afectando las condiciones bajo las cuales satisfacen las necesidades de liquidez de los participantes en el mercado de dinero. Estas condiciones dependen tanto de los términos en los que el banco central realiza sus operaciones de mercado abierto, como de las características del manejo de las cuentas corrientes de la banca en el banco central.

La instrumentación de la política monetaria por parte del Banco de México permite la libre determinación de las tasas de interés en el mercado de dinero. No obstante, se conserva la posibilidad de influir sobre éstas cuando se percibe que las condiciones monetarias no son congruentes con el cumplimiento de la meta de inflación. Esto se ha logrado a través de diferentes

¹⁶ En la página de Internet del Banco de México (www.banxico.org.mx) se presenta un pronóstico de la base monetaria para 2005 que puede servir como una de varias referencias generales para el seguimiento de la coyuntura económica.

medios, los cuales permiten al Instituto Central comunicar al público la postura de política monetaria deseada. Al respecto, destacan las modificaciones al saldo objetivo para las cuentas corrientes de la banca en el Banco Central (“corto”) y lo expresado en los comunicados de política monetaria.

Por lo que se refiere al manejo de las cuentas corrientes de la banca en el Banco de México, cabe señalar que del total de recursos demandados por la banca, el monto correspondiente al objetivo negativo de saldos diarios (“corto”) se proporciona a una tasa de interés superior a la del mercado. Esto se hace induciendo a que las instituciones de crédito en su conjunto incurran en un sobregiro diario con el Banco de México. Dicho sobregiro tiene un cargo de dos veces la tasa de interés de fondeo interbancario diaria.¹⁷ Cabe señalar que, en este proceso, el Banco de México suministra en todo momento la liquidez demandada por el mercado de dinero.

Cuando el Banco de México desea enviar una señal de restricción monetaria que induzca un incremento de las tasas de interés de corto plazo a través del objetivo de saldos diarios, aumenta la cantidad de recursos que proporciona a una tasa de interés superior a la de mercado (incremento en el “corto”). Por el contrario, cuando el Instituto Central desea mandar una señal de menor restricción monetaria, reduce la cantidad de dinero que surte a una tasa de interés mayor a la de mercado (disminución en el “corto”). Cabe destacar que, debido a que el objetivo principal de esta forma de operar es comunicar al público la postura de la política monetaria deseada por el Instituto Central, la cantidad de dinero que se satisface a tasas de interés superiores a las de mercado (“corto”) suele ser pequeña con relación al total de las necesidades de liquidez del mercado de dinero.

Por tanto, las condiciones monetarias son, en general, el resultado de la interacción de los participantes en el mercado de dinero y de la autoridad monetaria. De esta manera, la modificación en la cantidad de dinero que se provee a tasas de interés distintas a las de mercado (cambio en el objetivo de saldos diarios o “corto”), así como lo manifestado expresamente por el Banco de México en sus comunicados de política monetaria, forman parte del conjunto de elementos con los cuales se busca que las condiciones monetarias y las expectativas de inflación resulten congruentes el objetivo del Banco Central.

¹⁷ Los saldos positivos en las cuentas corrientes de la banca en el Banco de México no son remunerados.

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. Ello induce a que el Banco Central tenga un comportamiento predecible ante diversos escenarios. 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 ha contribuido a fortalecer la rendición de cuentas que es inherente a un sistema democrático.

Entre los documentos que apoyan la estrategia de comunicación del Banco de México con el público 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 sobre los motivos que dieron lugar a la modificación o al mantenimiento del objetivo de saldos diarios y presenta la opinión del Banco Central respecto a las condiciones monetarias compatibles con la meta de inflación.¹⁸

¹⁸ Estas fechas son dadas a conocer en el Informe sobre la Inflación correspondiente al tercer trimestre del año previo.