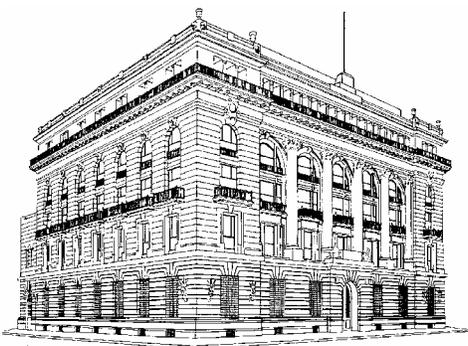


Política Monetaria

Informe sobre el primer
semestre de 2005



BANCO DE MEXICO

SEPTIEMBRE, 2005

JUNTA DE GOBIERNO

GOBERNADOR

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

SUBGOBERNADORES

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSE JULIÁN SIDAOUI DIB

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

En cumplimiento de lo anterior y por acuerdo de la Junta de Gobierno de este Instituto Central tomado conforme a lo previsto en la fracción IX del artículo 46 de la Ley que lo rige, este Banco de México envía al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión el presente informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio comprendido del 1° de enero al 31 de diciembre de 2005.

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

I. Introducción

El Banco de México tiene, por mandato constitucional, la encomienda prioritaria de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Lo anterior implica alcanzar y mantener una inflación baja y estable. Esta constituye la mejor contribución que un banco central puede hacer para aumentar el bienestar de la población.

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.

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

Por lo que se refiere al entorno externo, durante el primer semestre de 2005 destacó, por un lado, que los mercados financieros mantuvieron condiciones crediticias muy favorables, a pesar del incremento en las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos; y, por otro, que continuó observándose la creciente participación de China en los flujos internacionales de comercio. Esto último ha implicado una recomposición de la producción manufacturera a nivel mundial. Como consecuencia, en los últimos años, se han reducido de manera importante los precios internacionales de las manufacturas, y se han elevado los de diversas materias primas, especialmente los energéticos.

El entorno descrito ha tenido efectos sobre la economía nacional. Por un lado, las exportaciones manufactureras han perdido participación en los mercados internacionales, debido a la mayor presencia de productos chinos, en combinación con una gradual pérdida de competitividad por parte de los nuestros. No obstante, el menor dinamismo de la demanda externa se ha visto compensado parcialmente tanto por el aumento en los precios del crudo, como por el vigor con el que crecieron las remesas

familiares, al representar ambos una importante fuente de financiamiento del gasto interno.

En balance, la economía mexicana disminuyó su tasa de expansión a lo largo del primer semestre del año, mostrando un crecimiento inferior al esperado por la mayoría de los analistas. En particular, el incremento real anual del PIB en el primer semestre de 2005 fue de 2.8 por ciento, cifra inferior a la observada en 2004. La desaceleración ha sido particularmente notoria en la producción industrial. Por su parte, la actividad en el sector de servicios ha mostrado también cierta debilidad, aunque en menor grado.

En junio de 2005 la inflación general anual alcanzó 4.33 por ciento, mientras que al cierre del 2004 ésta fue 5.19 por ciento. En este resultado influyó el desvanecimiento de algunas de las perturbaciones que afectaron a la inflación el año pasado, lo que ha dado lugar a una reducción en las expectativas de inflación para prácticamente todos sus plazos.

Se calcula que para el fin de 2005 la variación anual del INPC se situará dentro del intervalo de variabilidad alrededor del objetivo de inflación, cerca de su límite superior. Ello supone la ausencia de eventos adversos, principalmente los precios de las frutas y verduras.

En general, en lo referente a la inflación, recientemente el balance de riesgos ha mejorado, si bien deben señalarse los siguientes elementos:

- a) Es previsible que se mantengan elevadas las cotizaciones mundiales de los energéticos. Además, es de esperarse que continúe la volatilidad de ciertos precios agrícolas.
- b) Por un lado, han cedido las presiones sobre los precios de los alimentos y de la vivienda. Por el otro, sin embargo, se han incrementado las correspondientes a otros servicios --aun cuando se han moderado en fechas recientes.
- c) Las expectativas del público en lo que toca a la inflación han descendido para todos los plazos. No obstante, las que atañen al horizonte de mediano y largo se ubican todavía por arriba de la meta de inflación de 3 por ciento.

Las negociaciones salariales no se han contaminado del repunte inflacionario observado en 2004. Al respecto, el Banco de México estará atento a que el aumento en los salarios nominales guarde una estricta congruencia con la meta de inflación y el crecimiento previsible de la productividad.

II. Entorno Económico en el Primer Semestre

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

* * *

La actividad económica mundial mostró un crecimiento favorable durante la primera mitad de 2005, a pesar de que registró una ligera desaceleración respecto del ritmo de expansión observado el año anterior. En los Estados Unidos, el crecimiento de la actividad económica continuó disminuyendo hacia tasas más sostenibles. Así, el crecimiento real del PIB a tasa anual durante el periodo abril-junio fue de 3.6 por ciento.

Por lo que se refiere a la producción industrial estadounidense, cabe señalar que ésta se desaceleró de manera importante desde mayo de 2004, cuando alcanzó su tasa de crecimiento anual más elevada en la presente recuperación (5.4 por ciento). La disminución en el ritmo de crecimiento de la producción industrial ha sido más pronunciada que la del PIB. Aunque era de esperarse que el dinamismo de la producción industrial se redujera gradualmente, la desaceleración parece haberse acentuado como resultado del incremento de los precios del petróleo. Adicionalmente, el sector industrial fue afectado por la recomposición de la producción manufacturera a escala mundial. Cabe destacar que si bien algunos componentes -como el de alta tecnología- mantuvieron tasas de crecimiento anuales elevadas, la desaceleración ha sido generalizada. Lo anterior ha contribuido a un ajuste a la baja de los pronósticos de los analistas para el

crecimiento de la producción industrial durante 2005, de 5 por ciento en junio de 2004, a 3.5 por ciento en junio de este año.

Por otra parte, hasta ahora, los efectos estimados del huracán Katrina sobre la actividad económica no han afectado de modo significativo los pronósticos de los analistas para el crecimiento del PIB para 2005 ya que éstos se redujeron en apenas una décima de punto en septiembre con respecto a las cifras de agosto (3.5 y 3.6 por ciento, respectivamente).

A pesar de que los precios del petróleo alcanzaron nuevos máximos históricos, la tasa de inflación subyacente en los países industriales siguió ubicada dentro de rangos moderados. Ello contribuyó a mantener sus tasas de interés de largo plazo en niveles reducidos y a propiciar condiciones favorables para el acceso de las economías emergentes a los mercados financieros internacionales.

* * *

Durante el primer semestre de 2005 la evolución de la actividad económica en México se caracterizó por los siguientes aspectos: a) una clara desaceleración de la producción y de la demanda agregada que comprendió prácticamente a la totalidad de los componentes de esta última; b) la oferta agregada redujo su expansión anual de 6.5 por ciento en el segundo semestre de 2004 a 4.3 por ciento en el primero de 2005. Esta última cifra se originó por aumentos anuales del PIB de 2.8 por ciento y de las importaciones de bienes y servicios de 8.5 por ciento; c) la demanda agregada mostró una importante pérdida de dinamismo, provocada en parte por una demanda externa menos vigorosa; d) tanto el gasto de consumo total como el de inversión presentaron tasas anuales positivas, pero con crecimientos inferiores a los registrados en el semestre previo; e) el gasto público en inversión contribuyó a la expansión de la demanda interna, pero su participación dentro de este agregado es reducida; y, f) la desaceleración de la actividad económica abarcó a los tres sectores que integran al producto (agropecuario, industrial y el terciario), pero fue más acentuada en el sector industrial y, particularmente, en el manufacturero.

En el análisis de la evolución de la actividad económica en el primer semestre de 2005 es importante reconocer que el comportamiento de la producción estuvo influido por un efecto estadístico asociado al periodo de asueto de la Semana Santa. Éste implicó que aumentara el número de días laborables en el segundo trimestre del año con relación a igual lapso del año previo y que se redujeran los días correspondientes al primer trimestre de 2005 en

su comparación anual. Consecuentemente, tal efecto incrementó la variación a tasa anual del PIB en el segundo trimestre y redujo la del primero. Así, una vez ajustadas las cifras del producto por dicho efecto, resulta que en el segundo trimestre del presente año, al igual que ocurrió en el primero, el dinamismo de la actividad económica mostró una clara desaceleración con relación a lo observado el año pasado en su conjunto y, particularmente, con respecto al desempeño registrado en la segunda mitad de ese año.

El renglón de la demanda agregada que mostró un mayor crecimiento anual en la primera mitad de 2005 fue el gasto en formación bruta de capital, con un incremento de 7.5 por ciento. No obstante, dicha tasa es inferior a la alcanzada en el semestre previo (de 9.7 por ciento) y se derivó de variaciones anuales de 6.5 y 8.5 por ciento en el primero y segundo trimestres, respectivamente. La expansión de la inversión en el primer semestre del año reflejó aumentos tanto de la inversión privada (de 6 por ciento) como de la efectuada por el sector público (de 15.5 por ciento).

El componente más importante de la demanda agregada, medido con respecto al PIB, es el gasto de consumo. En el primer semestre del año el crecimiento anual que presentó dicho renglón fue 4.3 por ciento, cifra inferior a la registrada en el semestre previo (5.6 por ciento). Ello se debió principalmente al menor vigor del consumo privado.¹

Durante el primer semestre de 2005 se desaceleró el crecimiento en pesos constantes de las exportaciones de bienes y servicios, al ubicarse éste en 5.6 por ciento (11.5 por ciento en 2004). En particular, las exportaciones manufactureras se vieron afectadas por un menor dinamismo de la actividad industrial en los Estados Unidos, a lo que se adicionó una persistente pérdida de participación de los productos nacionales en el mercado de ese país.

Por otra parte, en la evolución del sector externo de la economía mexicana en el primer semestre de 2005 sobresalieron los siguientes aspectos: a) un crecimiento de las exportaciones no petroleras a un ritmo más moderado que el observado en la segunda mitad de 2004, lo que se debió a la ya referida expansión menos intensa de la demanda externa y a la mencionada pérdida de participación de los productos mexicanos en el mercado estadounidense; b) un aumento significativo de las importaciones,

¹ La expansión del consumo privado pasó de 6.4 por ciento en el segundo semestre de 2004 a 4.9 por ciento en el primero de 2005, mientras que la del sector público lo hizo de -1 a -0.3 por ciento en igual periodo.

pero con menor dinamismo que el registrado en los semestres previos; c) saldos deficitarios moderados de las balanzas comercial y en cuenta corriente; y, d) un importante ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares. Otros aspectos que destacan en el comportamiento del sector externo en el semestre reportado son que la cuenta de capital arrojó un superávit y que tuvo lugar una pequeña acumulación de reservas internacionales.

* * *

Durante el primer semestre de 2005 algunos de los indicadores de empleo presentaron una cierta mejoría. En general, los aspectos más destacables del comportamiento del mercado laboral en ese periodo, fueron los siguientes: a) un fortalecimiento del empleo formal, caracterizado por incrementos anuales crecientes a lo largo del primer semestre; b) el aumento de las nuevas plazas de trabajo fue mayor en el caso de los trabajadores eventuales que en los permanentes y resultó más intenso en las empresas de mayor tamaño; c) la creación de empleos formales abarcó a las distintas regiones del país, pero fue más vigorosa en la región norte del país;² d) el ascenso en el número de trabajadores asegurados en el IMSS comprendió a la mayoría de los sectores de actividad, pero mostró un mayor dinamismo en el sector terciario; e) la ocupación en la industria maquiladora continuó recuperándose. No obstante, al cierre de junio el número de trabajadores en esta actividad todavía resultó menor a los niveles máximos que había alcanzado en el cuarto trimestre de 2000; f) la ocupación en el sector manufacturero no maquilador o industria de transformación presentó en el semestre un nuevo descenso medido a tasa anual; y, g) en el segundo trimestre del año se redujo la tasa de desempleo abierto a nivel nacional con relación al nivel promedio que había alcanzado en el primer trimestre.

Al cierre de junio de 2005, el número de trabajadores asegurados en el IMSS se ubicó en 12,799,783 personas, cifra superior en 290,357 ocupaciones a la de cierre del año pasado. Con datos desestacionalizados, ese número se elevó mes a mes a lo largo del primer semestre con excepción de marzo, con lo que al mes de junio ya se habían alcanzado veintidós alzas a tasa mensual en los últimos veintitrés meses. Este avance permitió que al cierre de junio con datos desestacionalizados la ocupación formal hubiera superado en 206 mil empleos al nivel máximo que se había registrado a finales de 2000.

² La región norte se refiere a los estados de Baja California, Baja California Sur, Coahuila, Chihuahua, Nuevo León, Sonora y Tamaulipas.

El número de trabajadores asegurados en el IMSS al cierre de junio del presente año mostró un incremento anual de 384,969 personas. Dicha variación se originó de alzas anuales de 166,713 trabajadores permanentes (aumento de 1.55 por ciento) y de 218,256 eventuales urbanos (alza de 13.25 por ciento).

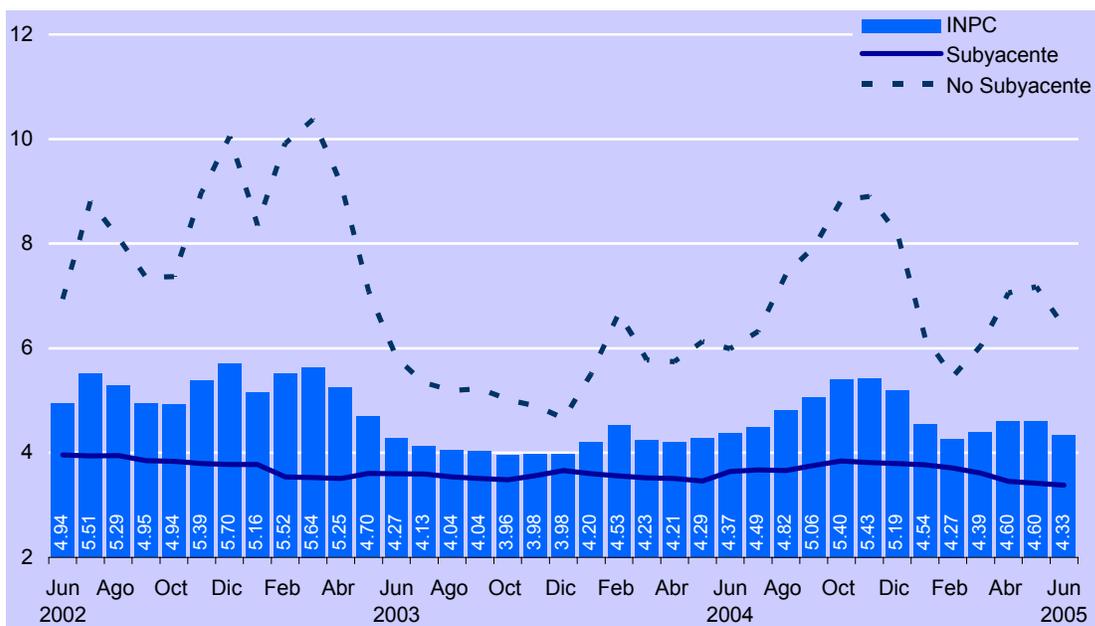
Por otra parte, el INEGI ha comenzado a levantar una nueva encuesta de empleo, denominada Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), que permite contar con una tasa de desempleo a nivel nacional. Así, en el segundo trimestre de 2005 dicha tasa se ubicó en promedio en 3.53 por ciento, luego de haber sido de 3.85 por ciento en el primer trimestre del año.

En el periodo enero-junio de 2005, los salarios contractuales tuvieron el mismo incremento que el observado durante el primer semestre del año anterior (4.5 por ciento en promedio). Por su parte, el costo unitario de la mano de obra (CUMO) en la industria manufacturera no maquiladora registró una variación de -2.6 por ciento a tasa anual en el primer semestre de 2005. Dicha caída fue menor a la observada durante el mismo periodo del año previo. Lo anterior se explica por la desaceleración que presentó la productividad laboral del sector. Durante el mismo periodo, el CUMO en la industria maquiladora de exportación registró un crecimiento a tasa anual de 0.3 por ciento. Ello contrasta con la variación negativa observada durante los primeros seis meses del año previo, lo que respondió a la evolución desfavorable de la productividad en dicho sector.

* * *

En junio de 2005 la inflación general anual alcanzó 4.33 por ciento, mientras que al cierre del 2004 ésta fue 5.19 por ciento. Ello implicó una reducción de 0.86 puntos porcentuales con respecto a la cifra registrada al cierre de 2004. En ese lapso, la inflación subyacente anual disminuyó 0.42 puntos y la no subyacente 1.79 puntos, para alcanzar niveles de 3.38 y 6.41 por ciento, respectivamente. Por tanto, si bien la mayor parte de la reducción de la inflación general provino del componente no subyacente del INPC, también el indicador subyacente mostró un descenso apreciable (Gráfica 1). Estos resultados reflejan que durante el primer semestre de 2005 se fueron desvaneciendo los efectos de algunas de las perturbaciones que afectaron a la inflación el año pasado.

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



Al respecto, conviene recordar que durante 2004 la inflación general anual en México se vio afectada considerablemente por los siguientes choques de oferta: i) el alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas; ii) incrementos en las tarifas locales de algunos bienes y servicios concertados; y, iii) los efectos asociados a la afectación de la producción agropecuaria en México y/o en los Estados Unidos. En los tres casos, el impacto directo de las perturbaciones afectó los subíndices del componente no subyacente del INPC (productos agropecuarios, y bienes y servicios administrados y concertados). Adicionalmente, en el primer caso, el efecto también se reflejó en los precios del grupo de los alimentos que forman parte de la inflación subyacente.

En el primer semestre de 2005, los efectos sobre la inflación de algunos de estos choques se han revertido, mientras que otros lo hicieron gradualmente. A continuación se presenta una breve descripción del comportamiento de la inflación subyacente y no subyacente.

Al interior del índice subyacente, durante el primer semestre del año, se redujo la tasa de crecimiento anual tanto del subíndice de las mercancías (de 3.87 a 3.49 por ciento), como la del que corresponde a los servicios (de 3.72 a 3.27 por ciento, ver Cuadro 1). Por lo que respecta a los componentes del subíndice de

precios subyacente de los servicios, se presentó una baja en la tasa de crecimiento anual del grupo de la vivienda (de 3.70 en diciembre de 2004 a 2.39 por ciento en junio de 2005). Ello obedeció al menor ritmo de crecimiento de los precios de los materiales para la construcción (que habían aumentado considerablemente en 2004), una mayor oferta de casas-habitación y una creciente disponibilidad de acceso a financiamiento inmobiliario, lo que se ha constituido como una influencia para moderar los aumentos de las rentas. Por otra parte, la tasa de variación anual del resto de los servicios pasó de 3.74 por ciento al cierre de 2004, a 4.32 por ciento en junio de 2005. El aumento en los precios de los servicios distintos de los de la vivienda tiene su origen, entre otras razones, como secuela de los aumentos de cotizaciones de diferentes genéricos que son utilizados en su elaboración.

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

	Dic-2004/Dic-2003		Jun-2005/Jun-2004	
	Variación	Incidencia ^{1/}	Variación	Incidencia ^{1/}
INPC	5.19	5.19	4.33	4.33
Subyacente	3.80	2.59	3.38	2.32
Mercancías	3.87	1.38	3.49	1.25
Alimentos	7.04	1.03	5.32	0.79
Otras mercancías	1.69	0.36	2.20	0.46
Servicios	3.72	1.21	3.27	1.07
Vivienda	3.70	0.66	2.39	0.43
Otros servicios	3.74	0.55	4.32	0.64
No subyacente	8.20	2.60	6.41	2.01
Agropecuarios	10.11	0.85	11.95	0.97
Frutas y verduras	6.43	0.22	20.47	0.60
Pecuarios	12.69	0.63	7.16	0.37
Educación	7.50	0.43	7.43	0.43
Administrados y concertados	7.51	1.32	3.52	0.62
Administrados	10.02	0.85	4.35	0.36
Concertados	5.13	0.46	2.78	0.26

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

Por su parte, la disminución que mostró la tasa de variación anual del subíndice de precios subyacente de las mercancías fue producto del descenso de la tasa anual del grupo de los alimentos procesados, que pasó de 7.04 por ciento al cierre de 2004 a 5.32 por ciento en junio de 2005. Esto reflejó tanto la reducción de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, como la percepción de una mayor estabilidad de sus cotizaciones a futuro. Sin embargo, este efecto fue parcialmente contrarrestado por el alza que presentó en el semestre la tasa de

variación anual del resto de las mercancías (de 1.69 a 2.20 por ciento).

En junio de 2005, la inflación no subyacente anual se ubicó en 6.41 por ciento, mientras que al cierre del 2004 ésta había sido de 8.20 por ciento. La reducción de este indicador fue resultado, principalmente, de una menor variación anual en los precios del subíndice de los bienes y servicios administrados y concertados (de 7.51 a 3.52 por ciento en dicho lapso).

Por lo que se refiere a la menor inflación en el subíndice de precios administrados (de 10.02 a 4.35 por ciento durante el primer semestre), ello se debió a los siguientes factores: i) la electricidad es el genérico que más contribuyó a la reducción de la inflación del referido subíndice, lo que se explica por la unificación de los dos tramos de cobro que anteriormente tenían las tarifas domésticas de alto consumo (DAC) a partir de febrero de 2005, y a la baja que mostraron los precios de algunos insumos que se emplean para generar la electricidad; ii) en los precios de la gasolina se observaron menores variaciones mensuales con relación a las del mismo periodo del año anterior;³ y, iii) se estableció que durante 2005 los precios del gas LP se incrementasen mensualmente en un intervalo comprendido entre 0.75 y 1.75 por ciento, considerando el promedio móvil de 12 meses de la referencia internacional como indicador. Si la variación mensual de este último cae fuera del intervalo, entonces se toma la cota más próxima, sea la superior o inferior. Durante el primer semestre del año, de acuerdo a la mecánica señalada, el precio del gas LP se deslizó a un ritmo muy cercano a la cota inferior del intervalo.

En cuanto al subíndice de precios concertados, entre diciembre de 2004 y junio de 2005 su tasa de variación anual disminuyó de 5.13 a 2.78 por ciento. Esta reducción fue consecuencia, principalmente, de una menor incidencia de los incrementos que registraron los precios del transporte público urbano durante el primer semestre de 2005, en comparación con los ocurridos en el mismo periodo del año previo. Ello debido a los menores aumentos en las tarifas de dicho servicio, así como de su ocurrencia en ciudades con una menor ponderación en el INPC.

³ Los precios internos de la gasolina se deslizaron durante el primer semestre del año a un ritmo congruente con una variación anual de 3 por ciento. En el caso de las ciudades fronterizas, los precios de la gasolina se fijan con relación a la ciudad extranjera más próxima, teniendo como techo el precio vigente en el interior del país. Cabe señalar, que las cotizaciones en dichas ciudades han alcanzado el referido techo. Ello ha limitado los aumentos mensuales de dichos precios, que en el acumulado para el semestre resultaron menores a los observados en igual periodo del año anterior.

En el primer semestre de 2005, los precios agropecuarios se caracterizaron por mostrar un ligero incremento, al pasar su variación anual de 10.11 por ciento en diciembre de 2004 a 11.95 por ciento en junio de 2005. No obstante, en dicho periodo sus componentes mostraron dos tendencias opuestas: i) la variación anual de los productos pecuarios se redujo de 12.69 a 7.16 por ciento, ello debido principalmente a la regularización de la oferta de productos cárnicos, y al incremento en la oferta de huevo; y, ii) el rubro de frutas y verduras mostró un repunte durante el semestre en su variación anual, pasando de 6.43 a 20.47 por ciento, esto en respuesta a diversos problemas climáticos que ocasionaron considerables incrementos de precios en diversos cultivos, especialmente el jitomate, que alcanzó una variación anual a junio de 2005 de 61.22 por ciento.

III. La Política Monetaria durante el Primer Semestre de 2005

III.1. Acciones de Política Monetaria

Como ya se mencionó, diversas perturbaciones de oferta propiciaron fuertes presiones al alza sobre diferentes subíndices del INPC durante 2004. Si bien este tipo de choques no suelen afectar a los precios de manera generalizada, ya que en la mayoría de los casos reflejan ajustes de precios relativos, la autoridad monetaria debe procurar que no induzcan rondas subsecuentes de aumentos en los precios y en los salarios. Esta última consideración cobra mayor relevancia si la economía se encuentra en un proceso desinflacionario donde aún no se ha consolidado el objetivo de inflación de largo plazo en la formación de precios por parte de los agentes económicos, como es el caso de México.

Ante el número e intensidad de los choques de oferta observados en 2004, las expectativas de inflación de mediano plazo se incrementaron de forma considerable. Por tanto, la Junta de Gobierno del Banco de México restringió la postura de política monetaria a lo largo de 2004 y en los primeros meses de 2005. No obstante, como se describió en la sección anterior, en el transcurso de 2005 algunos de los efectos sobre la inflación derivados de los múltiples choques de oferta que afectaron a la economía el año anterior se revirtieron, mientras que otros lo vienen haciendo gradualmente. En consecuencia, la inflación general retomó su tendencia a la baja. A su vez, la inflación subyacente tuvo un descenso apreciable.

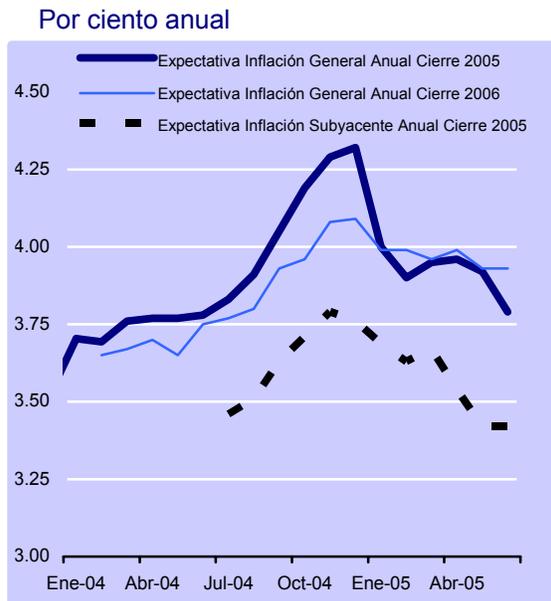
En virtud de las condiciones anteriores, durante el primer semestre del año se redujeron las expectativas de inflación. En particular, en las encuestas que recaba el Banco de México se apreció que la previsión para la inflación general al cierre de 2005 disminuyó de 4.32 por ciento en diciembre de 2004, a 3.79 en junio de 2005, nivel cercano al registrado antes de que se presentaran las perturbaciones de oferta del año previo. Por su parte, la expectativa para la inflación subyacente para finales del año pasó de 3.76 a 3.42 por ciento en igual periodo. Sin embargo, debe mencionarse que la inflación esperada para horizontes de mayor plazo aún se ubicó en niveles relativamente elevados con relación al objetivo de inflación de 3 por ciento.⁴

Respecto a la determinación de la postura de la política monetaria, cabe recordar que desde mediados de 2004 la Junta de Gobierno del Instituto había restringido su postura de política a través de dos vías: i) incrementando el “corto”; y, ii) señalando en sus anuncios de política monetaria que, mientras así lo juzgara conveniente, las condiciones monetarias internas deberían reflejar, al menos, la mayor astringencia que se fuese presentando en los Estados Unidos.

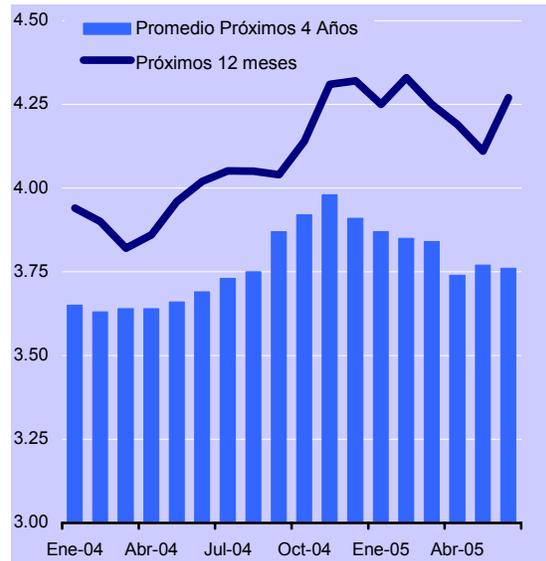
Gráfica 2

Expectativas de Inflación: Encuesta Banco de México

a) Cierre de 2005 y 2006



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



⁴ Las expectativas de inflación tanto para el cierre de 2007 como para la tasa promedio anual en el periodo 2006-2009 fueron de 3.76 por ciento en junio de 2005.

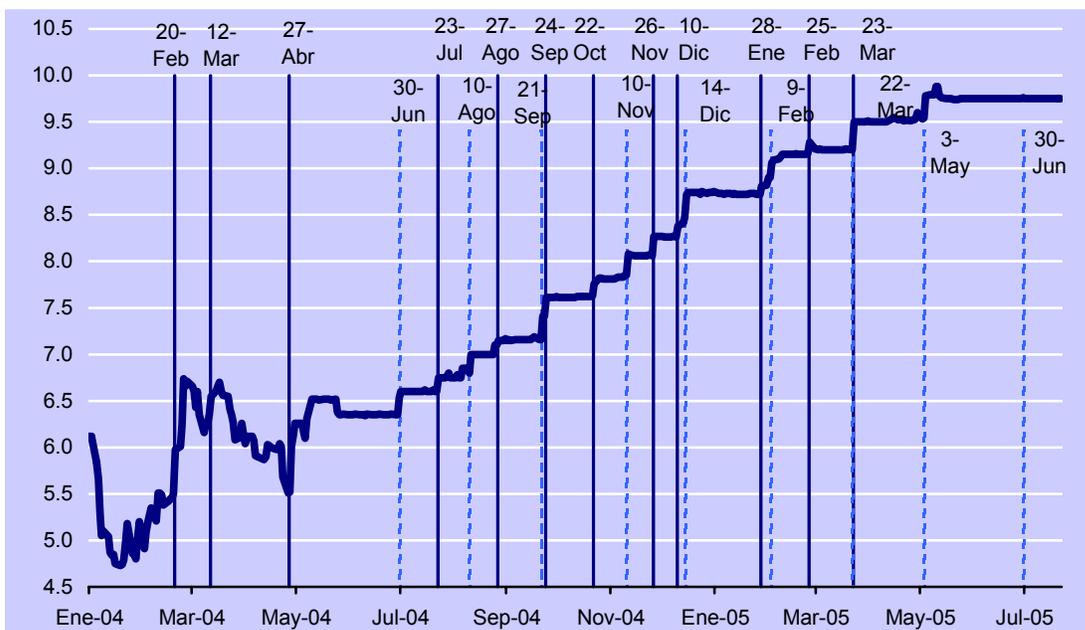
Al respecto, en el primer trimestre de 2005 el Banco de México incrementó el “corto” en tres ocasiones (el 28 de enero de 69 a 75 millones de pesos; el 25 de febrero a 77 millones; y el 23 de marzo a 79 millones de pesos). En el segundo trimestre del año la Junta de Gobierno decidió mantener el “corto” sin cambio y, a partir del comunicado de prensa de política monetaria del 24 de junio, dejó de mencionar el segundo inciso del párrafo anterior. No obstante, se especificó en dicho comunicado que mientras se juzgara conveniente, las condiciones monetarias internas no deberían relajarse. Como resultado de estas acciones, la tasa de fondeo bancario a un día aumentó de 8.75 al cierre del 2004 a 9.75 por ciento a finales de junio de 2005, manteniéndose en este último nivel desde el 3 de mayo (Gráfica 3).

Por lo que se refiere a la evolución de la curva de rendimientos en México, es importante destacar que ésta fue, entre otras, influida por las condiciones globales de liquidez y el consecuente apetito por riesgo prevalecientes en los mercados financieros internacionales. Hacia finales del primer semestre del año estas condiciones se caracterizaron por una importante reducción en las tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos, y un nuevo incremento en el apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales. El proceso anterior coadyuvó a un aumento considerable de la demanda de instrumentos de emisores de países emergentes, tanto en los mercados externos, como en los internos. En este sentido, es importante señalar que múltiples inversionistas extranjeros han buscado en los mercados locales de diversos países emergentes, entre ellos México de forma relevante, una alternativa para incrementar el rendimiento de sus portafolios. Ello, dio lugar a un incremento importante en la entrada de recursos destinada a la adquisición de instrumentos de deuda de mayor plazo denominados en moneda nacional. De esta manera, durante el primer semestre de 2005 la curva de rendimientos en nuestro país se aplanó, tanto por el aumento en las tasas de interés de corto plazo, como por la reducción en las correspondientes a los instrumentos con horizontes mayores. De hecho, hacia finales de junio la pendiente de la curva de rendimientos se invirtió. Al respecto, también debe destacarse que las referidas condiciones en los mercados financieros internacionales, aunadas al incremento en las exportaciones de crudo y a los flujos de remesas, contribuyeron de forma importante a que se apreciara el tipo de cambio nominal.

Gráfica 3

Tasas de Interés de Fondeo Bancario, Cambio en el “corto” y Cambio en la Tasa de Interés de Fondos Federales de los EEUU^{1/}

Por ciento anual



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

A pesar de que hacia finales del primer semestre mejoró el panorama para la inflación, es necesario resaltar que el proceso de convergencia de ésta hacia su objetivo enfrenta retos. A saber:

- Es previsible que se mantengan elevadas las cotizaciones mundiales de los energéticos. Además, es de esperarse que continúe la volatilidad de ciertos precios agrícolas.
- Por un lado, han cedido las presiones sobre los precios de los alimentos y de la vivienda. Por el otro, sin embargo, se han incrementado las correspondientes a otros servicios --aun cuando se han moderado en fechas recientes.
- Las expectativas del público en lo que toca a la inflación han descendido para todos los plazos. No obstante, las que atañen al horizonte de mediano y largo se ubican todavía por arriba de la meta de inflación de 3 por ciento.

Las negociaciones salariales no se han contaminado del repunte inflacionario observado en 2004. Al respecto, el Banco de México estará atento a que el aumento en los salarios nominales guarde una estricta congruencia con la meta de inflación y el crecimiento previsible de la productividad.

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

El saldo promedio de la base monetaria en junio de 2005 fue de 306.9 miles de millones de pesos (3.9 por ciento del PIB), registrando una variación anual de 11.4 por ciento, cifra inferior a la observada en diciembre de 2004 (13.3 por ciento).⁵ Este comportamiento apunta, a una pérdida de vigor de la remonetización, como era de esperarse. Asimismo, el alza de las tasas de interés contribuyó a atenuar el crecimiento de la demanda de base monetaria.⁶

Durante el primer semestre la base monetaria presentó, de acuerdo a su comportamiento estacional durante la primera mitad de cada año, una disminución de 26 miles de millones de pesos. Por su parte, los activos internacionales aumentaron 1.4 miles de millones de dólares, alcanzando un saldo de 65.6 miles de millones de dólares al 30 de junio de 2005.⁷ Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó 40.7 miles de millones de pesos.

La reserva internacional aumentó 277 millones de dólares durante el primer semestre de 2005. Esto fue resultado de un aumento en la reserva bruta por 1,405 millones de dólares, el cual fue parcialmente compensado por un incremento en los pasivos a menos de seis meses del Banco Central por 1,127 millones de dólares. El aumento en la reserva bruta fue principalmente el resultado neto de las ventas de divisas de PEMEX al Banco de México por 6,428 millones de dólares, de la venta de dólares a través del mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales por 2,539 millones de dólares y de la adquisición de 2,841 millones de dólares por parte del Gobierno Federal para hacer frente al servicio de sus pasivos externos.

En junio de 2005 el ahorro financiero interno (M2) aumentó 12.2 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior. No obstante, existió una asimetría en el comportamiento de sus componentes: el crecimiento de los instrumentos más líquidos se redujo (medidos a través del medio circulante M1), mientras que el resto de los instrumentos incluidos en la definición

⁵ Promedio de saldos diarios. Para el PIB se utiliza el promedio de los últimos cuatro trimestres (III 2004 a II 2005).

⁶ La evidencia histórica permite constatar que en economías con una inflación baja: i) los efectos de las perturbaciones sobre el ingreso o la tasa de interés se reflejan con mayor lentitud sobre la demanda de dinero; y, ii) dicha demanda tiende a volverse más sensible a cambios en la tasa de interés. Ver Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2003.

⁷ 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).

de M2 aumentó. El comportamiento del medio circulante se explicó, en parte, por el incremento en las tasas de interés, que implicó un aumento en el costo de oportunidad de mantener saldos líquidos. Al respecto, cabe señalar que entre los componentes del M1, sólo los depósitos en cuenta corriente aumentaron su tasa de crecimiento anual en el periodo enero-junio, cuyo comportamiento estuvo asociado con los procesos de bancarización a través de cuentas de nómina.

En los últimos años se ha presentado un incremento considerable en el ahorro financiero interno, así como cambios importantes en su destino. En particular, las menores necesidades financieras del sector público y la menor acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de México, han dado lugar a mayores recursos disponibles para el financiamiento interno del sector privado. Es importante destacar que el avance a una inflación baja y estable, y las diversas reformas en materia financiera adoptadas en los últimos años, han contribuido a propiciar un mayor acceso al crédito, y a que éste se otorgue en mejores condiciones, tanto para deudores como acreedores. En particular, en cuanto a la disponibilidad de recursos para el sector privado destacan dos tendencias: a) un creciente acceso al crédito por parte de los hogares, tanto al consumo, como a la vivienda; y, b) una sustitución de pasivos por parte de las empresas, incrementándose las fuentes de financiamiento bancarias internas y reduciéndose las externas (Cuadro 2).

Cuadro 2 **Financiamiento Total al Sector Privado**
Saldos en mmp

	Saldos en mmp				% del PIB		Flujos en mmp		Crecimiento real anual %	
	Dic.03	Jun.04	Dic.04	Jun.05	Jun.04	Jun.05	Jun.04	Dic.04-	Dic.03	Jun.04-
	Jun.05	Jun.05	Dic.04	Jun.05	Jun.05	Jun.05	Jun.05	Dic.04	Jun.05	Jun.05
Financiamiento total	1,982.7	2,043.2	2,139.9	2,194.7	28.4	27.6	151.4	54.7	2.6	3.0
Externo ^{1/}	581.5	566.1	558.8	550.3	7.9	6.9	-15.9	-8.6	-8.6	-6.8
Interno	1,401.2	1,477.1	1,581.1	1,644.4	20.5	20.7	167.3	63.3	7.3	6.7
Financiamiento total	1,982.7	2,043.2	2,139.9	2,194.7	28.4	27.6	151.4	54.7	2.6	3.0
Hogares	734.2	799.2	881.3	951.5	11.1	12.0	152.4	70.2	14.1	14.1
De bancos comerciales	253.9	272.1	312.6	357.4	3.8	4.5	85.2	44.8	17.0	25.9
Otras fuentes ^{2/}	480.3	527.0	568.8	594.2	7.3	7.5	67.1	25.4	12.6	8.1
Empresas	1,248.5	1,244.1	1,258.6	1,243.1	17.3	15.6	-1.0	-15.5	-4.2	-4.2
Externo ^{1/}	581.5	566.1	558.8	550.3	7.9	6.9	-15.9	-8.6	-8.6	-6.8
Interno	667.0	677.9	699.8	692.8	9.4	8.7	14.9	-7.0	-0.3	-2.0
De bancos comerciales	377.1	376.8	415.0	419.1	5.2	5.3	42.3	4.0	4.6	6.6
Emisión de deuda	146.4	157.5	162.8	153.3	2.2	1.9	-4.2	-9.5	5.7	-6.7
Otras fuentes ^{3/}	143.5	143.6	121.9	120.4	2.0	1.5	-23.2	-1.5	-19.2	-19.6
Memo:										
Financiamiento externo en dólares ^{4/}	51.7	49.1	50.1	51.1	--	--	1.9	0.9	-3.1	4.0
Hogares	734.2	799.2	881.3	951.5	11.1	12.0	152.4	70.2	14.1	14.1
Consumo	144.7	172.2	215.1	255.1	2.4	3.2	82.9	40.0	41.3	42.0
Vivienda	589.5	626.9	666.2	696.4	8.7	8.8	69.5	30.2	7.4	6.5

1/ Incluye proveedores extranjeros de empresas, crédito de banca comercial externa y otros acreedores, papel comercial, bonos y colocaciones en el exterior. Fuente: Balanza de Pagos, no incluye Pidiregas de Pemex.

2/ Incluye banca de desarrollo, intermediarios financieros no bancarios y cartera hipotecaria del Infonavit.

3/ Incluye banca de desarrollo e intermediarios financieros no bancarios.

4/ Saldos en miles de millones de dólares. Tasa de crecimiento nominal anual.

En cuanto al crédito al consumo, destaca el vigor con el que creció el otorgado a través de tarjetas de crédito y el destinado para la adquisición de bienes de consumo duradero. A este resultado contribuyeron tanto la banca comercial, como otros intermediarios financieros (principalmente Sofoles) y diversos establecimientos comerciales. Por su parte, el crédito a la vivienda mostró una expansión vigorosa, impulsado por diversos intermediarios financieros (bancos y Sofoles) y por los institutos de vivienda (INFONAVIT y FOVISSSTE).

En lo que respecta al acceso al financiamiento por parte de las empresas destaca: a) se presentó una sustitución de pasivos, reduciéndose en importancia los externos; y, b) el crédito de la banca comercial a empresas repuntó ligeramente. Con ello, las empresas tienen mayores alternativas de financiamiento, lo cual les permite administrar mejor sus riesgos de liquidez y cambiario.

IV. Conclusiones

El Banco de México anticipa que la inflación general anual continuará su tendencia decreciente y que se ubicará, al cierre del año, dentro del intervalo de variabilidad alrededor del objetivo de inflación, cerca de su límite superior. Esto último, siempre y cuando no se presenten situaciones de extrema volatilidad, sobre todo en lo que se refiere al componente no subyacente del INPC.

A pesar de que en los meses recientes ha mejorado el panorama para la inflación, es necesario resaltar que el proceso de convergencia de ésta hacia su objetivo aún enfrenta retos. En particular, es previsible que se mantengan elevadas las cotizaciones mundiales de los energéticos y que continúe la volatilidad de ciertos precios agrícolas. Adicionalmente, si bien las expectativas del público en lo que toca a la inflación han descendido para todos los plazos, las que atañen al horizonte de mediano y largo plazo se ubican todavía por arriba de la meta de inflación de 3 por ciento.

Al respecto, el Banco de México continuará vigilante de que permanezca acotado el impulso alcista sobre los precios derivado de choques de oferta que se presentaron el año pasado. En este sentido, la Junta de Gobierno del Instituto reitera su convicción de conducir la política monetaria a fin de propiciar condiciones monetarias que induzcan la convergencia de la inflación hacia su meta.

Un factor de riesgo sobre la actividad económica se refiere a la posibilidad de que la participación de China y de otras economías asiáticas en la producción manufacturera global continúe sistemáticamente desplazando a este tipo de actividad, tanto en los Estados Unidos, como en México. Este riesgo, derivado en parte de la falta de avances para impulsar la competitividad de nuestro país, tendría graves consecuencias. Debe recordarse que, en el caso de México, el sector industrial, y en especial el manufacturero, han jugado un papel preponderante en el crecimiento de la economía desde principios de los años noventa.

Finalmente, algunos analistas han destacado que la incertidumbre política en México podría incrementarse al irse aproximando el proceso electoral del 2006, lo cual podría dar lugar a una mayor volatilidad en nuestros mercados financieros. Al respecto, es importante destacar que se han reducido significativamente las vulnerabilidades de la economía nacional, con lo cual ésta se encuentra en una mejor posición para hacer

frente a posibles perturbaciones, ya sean éstas de índole externa, o interna.

De esta manera, se manifiestan los beneficios de contar con un firme anclaje macroeconómico, del cual la política monetaria ha sido un elemento fundamental.

La estabilidad es una condición indispensable, pero no la única, que se requiere para un crecimiento sostenido. En este contexto, se hace patente una vez más la necesidad de avanzar en la agenda de cambio estructural que aún está pendiente en México. La actividad económica necesita urgentemente un marco regulatorio moderno, que se traduzca en mayores incentivos para la inversión, en mejoras en la productividad, en un aumento en la demanda de empleo y, por ende, en mayores tasas de crecimiento económico.

En la medida en la que se alcancen consensos amplios y con una visión de largo plazo en materia de reformas, se podrán revertir los rezagos de competitividad que, en los últimos años, ha acumulado la economía mexicana frente a otras economías emergentes. Así, un mayor avance en materia de reforma estructural permitirá aprovechar más adecuadamente las oportunidades que brinda la posición estratégica de nuestro país, y abriría mayores márgenes de maniobra para fortalecer las políticas sociales.