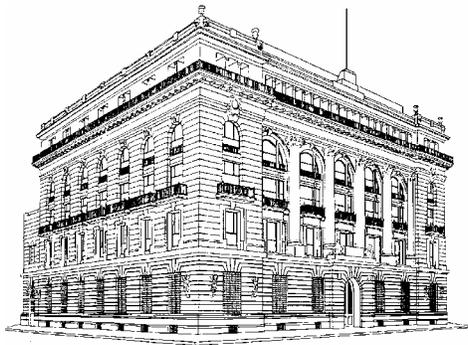


Resumen Informe Anual

2005



BANCO DE MEXICO

ABRIL, 2006

I. Introducción

Durante 2005 la actividad económica mundial mostró una evolución favorable. El vigor con el que creció la economía mundial, y en particular el de algunas economías asiáticas que en sus procesos productivos hacen un uso intensivo de diversos energéticos, aunado a las restricciones para incrementar la oferta de estos productos, dio lugar a que en el 2005 se registraran incrementos significativos en sus precios. A este resultado también contribuyeron diversas perturbaciones climáticas que afectaron el suministro de algunos energéticos en la segunda mitad del año.

En los mercados financieros internacionales se observaron condiciones de holgura durante 2005. En este contexto, los diferenciales de tasas de interés para algunos emisores soberanos de países emergentes registraron niveles mínimos históricos durante el último trimestre del año. Así, las condiciones prevalecientes en los mercados financieros internacionales y la considerable elevación de las cotizaciones internacionales de diferentes materias primas contribuyeron a la apreciación de activos y divisas en los mercados emergentes.

En México durante 2005 el PIB creció 3 por ciento, una tasa menor que la registrada en 2004 (4.2 por ciento) y que resultó también inferior a la que anticipaban al inicio del año los analistas económicos. Cabe señalar que en 2005, al igual que ocurrió en el año precedente, el desempeño del gasto interno y de la actividad económica fue favorecido por importantes incrementos del superávit de la balanza comercial de productos petroleros y de los ingresos por remesas familiares.

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

La confluencia de una clara mejoría en el panorama inflacionario de nuestro país y un entorno financiero global benigno, generaron condiciones propicias para que la Junta de Gobierno del Banco de México comenzara a revertir parte de la restricción monetaria adoptada durante 2004 y el primer semestre de 2005.

II. Entorno Internacional

La economía mundial registró durante 2005 nuevamente una fuerte expansión, al tiempo que la inflación se mantuvo en niveles reducidos a pesar de los nuevos aumentos de los precios del petróleo. En los Estados Unidos el ritmo de actividad económica se moderó, mientras que el crecimiento en Asia se mantuvo vigoroso, tanto por el dinamismo de la economía china, como por el fortalecimiento de la recuperación en Japón. A pesar de que las tasas de interés de corto plazo se incrementaron, los mercados financieros internacionales mantuvieron condiciones de holgura, por lo cual las economías emergentes continuaron disfrutando de condiciones financieras externas muy favorables. Inclusive, los diferenciales de deuda soberana registraron nuevos mínimos históricos.

El crecimiento inusualmente alto de la economía mundial en los últimos años refleja en buena medida el dinamismo de las economías emergentes y, en particular, el de las economías emergentes de Asia. Esta vigorosa expansión de economías que usan de forma intensiva energía y otros productos primarios se ha visto reflejada en precios más altos para dichas mercancías y, por ende, en mejores términos de intercambio para los países que los exportan. Así, durante 2005, los precios del petróleo continuaron mostrando una tendencia al alza. Los precios del energético también reflejaron el estrecho margen de capacidad ociosa de producción, las disrupciones en la oferta asociadas a desastres naturales y la incertidumbre política en diversos países productores. En este entorno, en el curso del año se reafirmó la expectativa de que los precios de la energía se mantendrían elevados por un periodo de tiempo considerable.

La economía de Estados Unidos se expandió a un tasa de 3.5 por ciento durante 2005, ritmo cercano al que se considera tiene su producto potencial. Ello a pesar de los nuevos aumentos en los precios del petróleo, las mayores tasas de interés y los huracanes en el Golfo de México, cuyo efecto contribuyó a frenar el crecimiento durante el último trimestre del año. Por su parte, el déficit público para el gobierno general se redujo como proporción del PIB, al pasar de 4.7 por ciento en 2004 a 3.8 por ciento en 2005. La reducción del desequilibrio fiscal del gobierno general se dio gracias a un sorpresivo aumento de los ingresos (10.9 por ciento) derivado de la fuerte expansión económica. En particular, los ingresos fiscales se beneficiaron de modo importante del crecimiento de los pagos de impuestos sobre utilidades corporativas, los cuales aumentaron 41 por ciento con respecto a 2004 y llegaron a 2.9 por ciento del PIB, su nivel más alto en varias décadas.

A su vez, el déficit en cuenta corriente registró una ampliación de 137 mil millones de dólares con respecto a 2004 para llegar a 6.4 por ciento del PIB, un nuevo récord histórico. Este aumento obedeció a la fortaleza de la demanda interna, al incremento de los precios de las importaciones petroleras y a la fuerte reducción del saldo positivo de la balanza de servicios factoriales (de 30.4 a sólo 1.6 miles de millones de dólares). Aunque gracias a la buena marcha de la economía mundial las exportaciones de Estados Unidos han mostrado un incremento sólido por dos años consecutivos, el volumen de sus importaciones hace que este crecimiento sea insuficiente para reducir el déficit. Con todo, la magnitud del déficit no afectó de modo particular ni al tipo de cambio ni a las tasas de interés.

El panorama inflacionario en Estados Unidos registró cierto deterioro durante 2005. Ante el impulso de los aumentos en los precios de la energía, la inflación general al consumidor se ubicó en 3.4 por ciento en ese año, su nivel más alto desde 1991. Sin embargo, la inflación subyacente continuó fluctuando en niveles moderados, por debajo de las expectativas de largo plazo implícitas en los diferenciales de los bonos nominales e indexados a la inflación y de las que se obtienen de las encuestas de los analistas (alrededor de 2.5 por ciento). La inflación subyacente al consumidor registró un crecimiento anual de 2.2 por ciento en 2005, mientras que la del deflactor del consumo fue de 2 por ciento. Si bien los mayores precios de la energía no han incidido sobre la inflación subyacente, el posible surgimiento de presiones inflacionarias derivadas de su elevado nivel continuó siendo motivo de preocupación. Además, se hicieron más evidentes los riesgos inflacionarios derivados del aumento en el uso de los recursos productivos y la moderación de la tasa de crecimiento de la productividad.

Durante el periodo al que hace referencia este informe, las condiciones financieras en los Estados Unidos continuaron siendo relativamente favorables para la expansión de la demanda, a pesar del incremento de dos puntos porcentuales en el objetivo para la tasa de fondos federales. Al cierre del año, éste se ubicó en 4.25 por ciento. La Reserva Federal reiteró su intención de retirar la postura acomodaticia de la política monetaria a un ritmo mesurado hasta su reunión de noviembre. Posteriormente, a partir de su reunión de diciembre, empezó a señalar que el ciclo de aumentos de la tasa de política monetaria probablemente estaba cerca de su culminación.

III. Evolución de la Economía: Panorama General

III.1. Actividad Económica

El crecimiento del producto en 2005 no fue balanceado a nivel sectorial. Ello considerando que el sector servicios presentó una expansión significativa; el agropecuario una caída y una alta volatilidad a lo largo del año, mientras que el desempeño del sector industrial fue modesto, particularmente, el componente de producción manufacturera. No obstante, en los últimos meses del año algunas actividades industriales adquirieron un mayor dinamismo, como fue el caso de la industria automotriz.

La evolución de la actividad económica fue desigual a lo largo de 2005. En efecto, en el primer semestre el PIB mostró una desaceleración anual significativa con relación al crecimiento alcanzado en la segunda mitad de 2004, comportamiento que respondió en buena medida a una moderación de la demanda externa. En contraste, en la segunda mitad del año el producto presentó una reactivación que fue notoria en sus variaciones trimestrales con datos desestacionalizados. Tal avance fue favorecido por una mejoría de las exportaciones.

Por el lado de la demanda agregada, en 2005 la expansión del gasto de consumo privado continuó constituyendo el renglón con mayor contribución al crecimiento del PIB real, seguido por la formación bruta de capital, en tanto que la proveniente del saldo neto de la balanza de bienes y servicios fue negativa. Cabe

señalar que en el año el crecimiento del consumo privado a precios constantes superó al registrado en 2004. Por su parte, la inversión mostró un crecimiento ligeramente superior al observado en 2004, destacando un fuerte incremento de la efectuada por el sector privado en el último trimestre de 2005.

En general, los principales aspectos que caracterizaron a la evolución de la actividad económica en México durante 2005 fueron los siguientes:

- a) La demanda agregada y el PIB registraron crecimientos menores a los observados en 2004.
- b) El dinamismo del gasto de consumo se vio favorecido por varios factores, destacando, entre otros, una mayor disponibilidad de financiamiento, la mejoría del empleo, un crecimiento en varios sectores de las remuneraciones medias en términos reales y el importante monto de recursos provenientes del exterior por remesas familiares.
- c) La inversión se acrecentó por segundo año consecutivo a un ritmo que superó al que registró el producto.
- d) En su conjunto, el gasto público mantuvo en 2005 un nivel similar al del año anterior. Ello fue el resultado neto de un ligero aumento del gasto de consumo y una disminución de inversión.
- e) Las exportaciones de bienes y servicios se desaceleraron en 2005, si bien mostraron un repunte en los últimos meses de ese año.
- f) Se fortalecieron al cierre de 2005 los indicadores que recaba el Banco de México relativos al clima de los negocios y al nivel de confianza en el sector manufacturero, así como el índice de confianza de los consumidores.
- g) El crecimiento del PIB respondió al aumento del sector de servicios, seguido por el industrial, mientras que la producción del sector agropecuario registró su primera caída en trece años.
- h) En 2005, al igual que ocurrió en los años previos, la expansión anual del producto fue mayor en su componente de bienes no comerciables que en el de comerciables.
- i) La producción manufacturera registró una mejoría en la segunda parte de 2005, originada en buena medida por un avance del sector automotriz.

III.2. Empleo, Remuneraciones y Productividad

Durante 2005 la expansión de la actividad económica tuvo como contrapartida un aumento de la demanda de trabajo, que propició avances de varios de los indicadores de ocupación. En estos últimos destacó la mejoría que presentó el empleo formal, lo que fue notorio en prácticamente todas las entidades federativas del país y en la mayoría de los sectores de actividad.

Los aspectos más destacados de la evolución del mercado laboral en 2005, fueron los siguientes:

- a) Un importante incremento del número de trabajadores asegurados en el IMSS, que implicó variaciones anuales crecientes a lo largo del año.
- b) El aumento de la ocupación formal se derivó de alzas tanto en los trabajadores eventuales urbanos como en los permanentes, resultando más significativo el incremento de los primeros.
- c) La creación de nuevas plazas de trabajo fue prácticamente generalizada en las entidades del país.
- d) El incremento en el número de trabajadores inscritos al IMSS fue mayor en los sectores de servicios y de construcción, mientras que en la industria manufacturera el avance fue moderado.
- e) Las encuestas mensuales de empleo manufacturero del INEGI, muestran una recuperación significativa de la ocupación en la industria maquiladora. No obstante, el empleo en esta actividad continuó presentando un descenso con relación a los niveles máximos alcanzados en 2000.
- f) La mejoría que registró el empleo formal en 2005 no se tradujo en una mayor escasez de recursos humanos calificados.
- g) La tasa de desocupación a nivel nacional se redujo en el año.

En lo que respecta al comportamiento de los salarios y el costo unitario de la mano de obra (CUMO) durante 2005, destaca lo siguiente:

- a) Los principales indicadores salariales tuvieron una evolución mixta en su ritmo de crecimiento. En particular, el salario base de cotización al IMSS y las remuneraciones medias reales en la industria manufacturera (con base en la encuesta mensual del INEGI) mostraron una variación promedio de magnitud menor a la observada en 2004. En contraste, se observó un repunte en el incremento promedio de los salarios contractuales.
- b) El CUMO en la industria manufacturera no maquiladora, y en el sector comercio al menudeo, registró un decremento promedio menor al del año anterior. Asimismo, el CUMO en la industria maquiladora aumentó durante 2005 mientras que en 2004 disminuyó. Ello se explica, en lo principal, por las menores tasas de crecimiento observadas en la productividad laboral.

III.3. Sector Externo

Durante 2005 la evolución del sector externo de la economía mexicana fue influida por los siguientes factores: un menor dinamismo de la demanda externa; un aumento importante del precio internacional del petróleo; una pérdida de competitividad de los productos nacionales en los mercados externos; un menor dinamismo de la producción interna que se reflejó en la demanda por importaciones; y, un aumento significativo de los ingresos del exterior por remesas familiares. Cabe señalar que si se excluyeran el incremento del superávit de la balanza comercial de productos petroleros y el aumento en la entrada de recursos por remesas familiares de los saldos de la balanza comercial y la cuenta corriente, estos saldos deficitarios hubieran tenido una ampliación significativa, en congruencia con el mayor crecimiento que observó ese año el gasto interno con relación al que presentó el PIB.

En el desempeño del sector externo en 2005 destacan los siguientes aspectos:

- a) Aumento de las exportaciones no petroleras a una tasa más baja que la observada en 2004. Ello como resultado de un menor dinamismo de la demanda externa y de la persistente pérdida de competitividad de los productos mexicanos en los mercados internacionales. Esto último derivado, en parte, de la falta de avances en la adopción de las medidas de cambio estructural aún pendientes.
- b) Incremento significativo de las exportaciones petroleras, reflejo a su vez del importante aumento que presentó el precio internacional del petróleo. Ello contribuyó a que se redujera el déficit de la balanza comercial respecto a 2004.
- c) Crecimiento de las importaciones de mercancías a una tasa inferior a la registrada en 2004. Tal evolución respondió tanto a un menor dinamismo de la producción para el mercado interno, como a la menor expansión que registraron las exportaciones manufactureras en cuya fabricación se utilizan insumos importados.
- d) Desfavorable desempeño relativo, por tercer año consecutivo, de los productos mexicanos en el mercado de Estados Unidos. El crecimiento de las exportaciones de México a ese mercado resultó menor al registrado por las ventas conjuntas del resto de los socios comerciales de ese país. Ello propició que se redujera la participación de los productos mexicanos en las importaciones de Estados Unidos.
- e) Aumento del ingreso del exterior por concepto de remesas familiares.
- f) Déficit de la cuenta corriente menor al observado en 2004, medido tanto en dólares como con relación al PIB. En 2005, al igual que ocurrió en el año precedente, el saldo deficitario de la cuenta corriente fue financiado con holgura con recursos de largo plazo.
- g) Superávit en la cuenta de capital de la balanza de pagos, derivado en lo principal por entradas de recursos provenientes de inversión extranjera, tanto directa como de cartera, y de financiamiento externo dirigido al sector privado no bancario y a proyectos Pidiregas.

- h) Importante entrada de recursos por concepto de Inversión Extranjera Directa (IED), por un monto muy cercano al observado en 2004.
- i) Desendeudamiento con el exterior del sector público y de la banca comercial. Asimismo, hubo una salida de recursos asociada a un aumento de los activos en el exterior propiedad de residentes en México.
- j) Incremento importante de la reserva internacional neta.

III.4. Finanzas Públicas

Durante 2005, el sector público federal no financiero registró un déficit económico de 7.5 miles de millones de pesos, monto equivalente a 0.09 por ciento del PIB. Si se excluyen las erogaciones correspondientes al Programa de Conclusión de la Relación Laboral (CRL), el déficit económico fue de 3.1 miles de millones (0.04 por ciento del PIB). Por otra parte, el superávit primario, definido como la diferencia entre los ingresos y el gasto distinto del costo financiero, fue de 207.4 miles de millones (2.48 por ciento del PIB).

En 2005, los ingresos presupuestarios ascendieron a 1,948.2 miles de millones de pesos (23.26 por ciento del PIB). Este resultado superó en 167.2 miles de millones a los ingresos previstos en la Ley de Ingresos de la Federación (LIF). Entre los rubros que explican los ingresos excedentes destacan: a) mayores ingresos petroleros (que representaron 1.3 por ciento del PIB y 65.3 por ciento de los ingresos excedentes); b) mayores ingresos de los organismos y empresas diferentes de Pemex (principalmente por la CFE y el ISSSTE), rubro que representó 19 por ciento de los ingresos excedentes; y, c) un incremento en la recaudación no tributaria no petrolera (mayores ingresos generados por aprovechamientos y derechos). Por su parte, en el 2005, el gasto público presupuestario sumó 1,953.7 miles de millones de pesos, lo que representó un crecimiento real de 4.8 por ciento y una participación en el producto de 23.33 puntos porcentuales (23.23 puntos en 2004).

III.5. Agregados Monetarios y Crediticios

En 2005 el agregado monetario M1 redujo su ritmo de expansión, registrando una variación nominal anual promedio de 11.3 por ciento, inferior a la observada en 2004 (13.9 por ciento). El menor dinamismo en el crecimiento de este agregado monetario se observó en sus principales componentes. En contraste, durante el periodo de referencia el crecimiento de los agregados monetarios amplios se fortaleció. El agregado monetario M4, que mide el ahorro financiero en instrumentos internos, registró una variación real anual promedio de 10.4 por ciento, 2.9 puntos porcentuales superior a la tasa de expansión registrada en 2004 (7.5 por ciento real anual). Este agregado presentó una recuperación significativa en el segundo semestre del año, al registrar una tasa de crecimiento real anual promedio de 12.3 por ciento, cifra que contrasta con el incremento observado en la primera parte del año (8.3 por ciento).

La mayor disponibilidad de recursos financieros en la economía ha sido acompañada de importantes cambios en su destino. En particular, destacan las

menores necesidades de financiamiento por parte del sector público y el menor ritmo de acumulación de reservas por parte del Banco de México, lo cual ha dado lugar a mayores recursos disponibles para el financiamiento del sector privado. Así, mientras que en 2003 el incremento en el financiamiento total al sector privado representó 1.9 por ciento del PIB, en 2004 y 2005 ascendió a 2.0 y 2.4 por ciento del PIB, respectivamente.

Así, tras un prolongado proceso de desintermediación financiera, el acceso al financiamiento interno ha venido mejorando gradualmente. 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) un relativo estancamiento del financiamiento total a las empresas. En 2005 el financiamiento total a hogares se expandió a una tasa real anual 14.4 por ciento, y su flujo acumulado en el año representó el 79.5 por ciento del financiamiento total al sector privado. No obstante, el crédito hipotecario y al consumo aún registran niveles reducidos, saldos de 8.7 y 3.7 por ciento del PIB en diciembre de 2005, respectivamente.

Por lo que se refiere al financiamiento total a las empresas cabe destacar que la debilidad de este rubro aún refleja los esfuerzos por reducir la cartera vencida. Así, el financiamiento total a empresas al cierre de 2005 fue de 15.4 por ciento del PIB. Entre sus componentes se ha presentado una creciente participación del destinado al sector servicios y al comercio, cartera que representó al cierre del 2005 el 48.6 por ciento del total del financiamiento. Adicionalmente, se ha reducido significativamente la cartera en moneda extranjera (incluyendo el crédito del exterior) lo cual redujo su importancia relativa dentro del total.

III.6. Inflación

El comportamiento de la inflación durante 2005 fue un reflejo, en lo principal, de los efectos de dos factores: primero, de la dilución de diversas perturbaciones de oferta que afectaron a la economía durante 2004 y, segundo, de las acciones de política monetaria que se adoptaron en el año. Éstas tuvieron como finalidad impedir que dichas perturbaciones contaminasen el proceso de formación de precios. Así, en el transcurso del año objeto de este Informe, la inflación general anual presentó una trayectoria convergente con el objetivo de 3 por ciento y a partir de agosto se situó en el intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual que se estableció alrededor de dicho objetivo. Al cierre del año el indicador referido se ubicó en 3.33 por ciento, lo que implicó una reducción de 1.86 puntos porcentuales respecto al nivel que había registrado en el mismo mes del año previo. A este resultado contribuyeron tanto la dinámica del componente subyacente como la del no subyacente; sin embargo, el descenso más significativo correspondió al segundo.

La inflación subyacente anual exhibió una trayectoria descendente a lo largo de 2005. En el mes de diciembre de ese año, el indicador se ubicó en 3.12 por ciento, lo que significó una reducción de 0.68 puntos porcentuales con respecto a la cifra observada el mismo mes del año anterior. Esta reducción fue producto, en lo principal, de un menor ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos procesados, así como de los de la vivienda.

La disminución que presentó la inflación no subyacente anual al cierre de 2005 respecto a la observada en igual fecha del año anterior (de 8.20 a 3.76 por ciento), fue determinada por los siguientes factores: i) la reducción de la tasa de variación de los precios de los productos pecuarios; ii) un traspaso relativamente débil al mercado doméstico del alza que mostraron los precios internacionales de los energéticos; y, iii) el menor incremento en los precios de los bienes y servicios concertados.

IV. Política Monetaria y Cambiaria durante 2005

IV.1. Política Monetaria

Ante el número e intensidad de los choques de oferta observados en 2004, las expectativas de inflación a todos sus plazos se incrementaron de forma considerable. Por ejemplo, en las encuestas que recaba el Banco de México, las expectativas de inflación para 2006 se incrementaron de 3.65 por ciento en mayo de 2004 a 4.09 por ciento en diciembre del mismo año. Por tanto, la Junta de Gobierno del Banco de México restringió la postura de política monetaria a lo largo de 2004 y en la primera mitad de 2005, con la finalidad de contener el alza en las expectativas de inflación y evitar que éstas contaminaran la determinación de precios en la economía.

Durante el primer trimestre de 2005, la Junta de Gobierno del Banco de México continuó con el ciclo de acciones dirigidas a inducir un mayor grado de restricción monetaria iniciado en 2004 mediante dos vías: i) incrementó el “corto” de 69 millones de pesos en diciembre de 2004 a 79 millones de pesos en marzo de 2005; y, ii) en los comunicados de prensa correspondientes a sus anuncios de política monetaria, la Junta de Gobierno continuó señalando 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.

Posteriormente, a partir del comunicado de prensa de política monetaria del 22 de abril la Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener el “corto” sin cambio y, en el comunicado 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 pasó de 8.75 por ciento el 31 de diciembre de 2004 a 9.75 por ciento a finales de junio, nivel que se mantuvo hasta el 25 de agosto de 2005.

Es importante señalar que a lo largo de 2005, especialmente en la segunda mitad del año, las presiones sobre la inflación asociadas al alza en los precios internacionales de diversas materias primas que tuvieron lugar en 2004 se fueron disipando. Al mismo tiempo, se normalizaron las condiciones de oferta de algunos productos agrícolas, que en 2004 se vieron afectadas por fenómenos climáticos extremos. Este entorno en adición a los efectos de las acciones adoptadas en materia de política monetaria, dieron lugar a reducciones considerables en la inflación general y en la subyacente. En agosto, la inflación general registró un nivel de 3.95 por ciento y la subyacente uno de 3.28 por

ciento. Para el cierre del año dichos indicadores fueron de 3.33 y 3.12 por ciento, respectivamente.

De esta manera, los referidos choques de oferta no tuvieron efectos de consideración sobre las negociaciones salariales y, en general, sobre la formación de precios de la economía. En virtud de lo anterior, las expectativas para la inflación general correspondientes a 2006 y 2007 retomaron su tendencia a la baja. Inclusive, a finales de 2005 la previsión para la inflación general al cierre de 2006 se ubicó alrededor de 3.6 por ciento, en la encuesta que recaba el Banco de México, nivel cercano al registrado antes de que se presentaran las perturbaciones de oferta de 2004.

Por otro lado, es importante destacar que durante 2005, los mercados financieros internacionales mostraron, en general, condiciones de holgura. En este contexto, los diferenciales de tasas de interés para algunos emisores soberanos de países emergentes registraron niveles mínimos históricos en los últimos meses del año. Considerando el entorno externo favorable y la sensible mejoría en la evolución de la inflación y sus expectativas, a finales de agosto la Junta de Gobierno del Banco de México comenzó a retirar gradualmente la restricción monetaria. En los comunicados de prensa de política monetaria de agosto, septiembre, octubre y noviembre, la Junta de Gobierno señaló que permitiría un relajamiento de las condiciones monetarias no mayor a 25 puntos base en cada ocasión y no mayor a 50 puntos base en diciembre. Como resultado, la tasa de fondeo bancario a un día disminuyó de 9.75 por ciento al cierre de agosto, a 8.25 por ciento a finales del año.

Por lo que se refiere a la evolución de la curva de rendimientos en México, conviene destacar que ésta estuvo claramente influida por las condiciones globales de liquidez y el consecuente apetito por riesgo prevalecientes en los mercados financieros internacionales. Así, múltiples inversionistas extranjeros buscaron en los mercados locales de diversos países emergentes una alternativa para incrementar el rendimiento de sus portafolios. En particular, en México se presentó un aumento importante en la entrada de recursos destinados a la adquisición de instrumentos de deuda en moneda nacional. Ello también refleja que las acciones de política monetaria adoptadas por el Banco de México contribuyeron a reducir las expectativas de inflación, con lo cual se reducen las primas de riesgo que usualmente se descuentan de los instrumentos de renta fija. De esta manera, durante la segunda mitad de 2005 la curva de rendimientos presentó una reducción considerable en todos sus plazos. A su vez, la confluencia de estos factores dio lugar a una considerable reducción en los diferenciales de las tasas de interés en México respecto de las de los Estados Unidos para todos sus plazos.

IV.2. Política Cambiaria

En marzo de 2003 la Comisión de Cambios definió un mecanismo cuyo objetivo es reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de México. No obstante, en 2004 la Comisión de Cambios consideró conveniente realizar algunas adecuaciones a este mecanismo para que los montos diarios a vender fuesen más estables. Como se ha mencionado en informes anteriores, se modificó la distribución de las ventas de dólares en el tiempo, mas no el monto total de dólares a subastar. Como ha venido operando desde el trimestre mayo-julio de 2004, del 50 por ciento del flujo acumulado de reservas netas en el trimestre previo, una vez deducidas las ventas realizadas en ese mismo periodo, se subasta la cuarta parte en cada uno de los cuatro trimestres subsecuentes.

A diferencia de 2003, año que se caracterizó por la incertidumbre geopolítica asociada al conflicto bélico en Irak, que se reflejó en un menor apetito por riesgo y contribuyó a la depreciación del peso frente al dólar, durante 2004 y 2005 prevalecieron condiciones favorables en los mercados financieros internacionales. Ello como consecuencia de la relativa holgura y la menor incertidumbre geopolítica a nivel global. Lo anterior dio lugar a la búsqueda de mayores rendimientos en los mercados financieros internacionales y el mayor apetito por riesgo de los inversionistas, particularmente hacia economías emergentes, lo que se vio reflejado en un comportamiento más estable de la cotización del peso frente al dólar.

La considerable elevación de las cotizaciones internacionales de diferentes materias primas coadyuvó a que tanto en 2004 como en 2005 diversas economías emergentes para las que un componente importante de sus exportaciones corresponde a materias primas, registraran una tendencia hacia la apreciación de sus monedas. Este fue el caso de Chile, Brasil y Colombia. Sin embargo, la actividad exportadora en México es principalmente manufacturera, por lo que el tipo de cambio no presentó apreciaciones como las ocurridas en los países mencionados.

V. Consideraciones Finales

A pesar de los nuevos aumentos de los precios del petróleo y de que ha continuado el retiro gradual del estímulo monetario en Estados Unidos, la economía mundial registró durante 2005 una fuerte expansión, al tiempo que la inflación se mantuvo en niveles moderados. Si bien el ritmo de actividad económica en los Estados Unidos se moderó, el crecimiento en Asia se mantuvo vigoroso, tanto por el dinamismo de la economía de China, como por el fortalecimiento de la recuperación en Japón. Los mercados financieros internacionales absorbieron sin sobresaltos los incrementos en las tasas de interés de corto plazo y las economías emergentes continuaron disfrutando de condiciones financieras externas muy favorables al alcanzar los diferenciales de deuda soberana nuevos mínimos históricos.

Durante 2005, en México el PIB mostró un crecimiento de 3 por ciento. Al respecto, cabe señalar que el crecimiento del producto a nivel sectorial fue disímil: el sector servicios presentó una expansión significativa, el agropecuario

una caída con elevada volatilidad a lo largo del año, y el sector industrial mostró una expansión moderada, particularmente, en su componente de producción manufacturera. No obstante, en los últimos meses del año algunas actividades industriales adquirieron un mayor dinamismo, como fue el caso de la industria automotriz.

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 ello, la Junta de Gobierno del Banco de México restringió la postura de política monetaria a lo largo de 2004 y en la primera mitad de 2005, esto con la finalidad de contener el alza en las expectativas de inflación y evitar que éstas contaminaran la determinación de precios en la economía.

A lo largo de 2005, especialmente en la segunda mitad del año, las presiones sobre la inflación asociadas al alza en los precios internacionales de diversas materias primas se fueron disipando. La confluencia de esto y de los efectos de las acciones adoptadas en materia de política monetaria, dieron lugar a reducciones considerables en la inflación general y subyacente. Así, en 2005 la inflación general anual presentó una trayectoria convergente con el objetivo de 3 por ciento y, a partir de agosto, se situó en el interior del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual que se estableció alrededor de dicho objetivo. Al cierre del año la inflación anual se ubicó en 3.33 por ciento, lo que implicó una reducción de 1.86 puntos porcentuales respecto del nivel que había registrado en el mismo mes del año previo. A este resultado contribuyeron tanto la dinámica del componente subyacente, como la del no subyacente.

Considerando el entorno externo favorable y la sensible mejoría en la evolución de la inflación y sus expectativas, a finales de agosto de 2005 la Junta de Gobierno del Banco de México comenzó a retirar la restricción monetaria. Como resultado, la tasa de fondeo bancario a un día disminuyó de 9.75 por ciento al cierre de agosto, a 8.25 por ciento a finales del año.

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

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