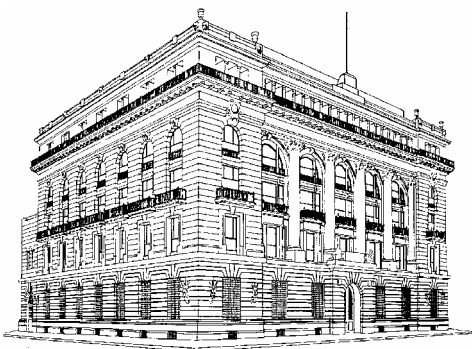


Política Monetaria

Informe sobre el primer
semestre de 2004



BANCO DE MEXICO

SEPTIEMBRE, 2004

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 2004.

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.

Durante los últimos años el diseño y la conducción de la política monetaria en México han evolucionado hacia el esquema de objetivos de inflación. Entre los elementos más importantes de dicho esquema destacan el anuncio de una meta de inflación explícita, la existencia de una autoridad monetaria autónoma y la aplicación de la política monetaria en un marco de transparencia, el cual se sustenta en una estrategia de comunicación respecto de los objetivos, planes y decisiones de la autoridad monetaria.¹

En el Informe sobre la Inflación del segundo trimestre de 2002 la Junta de Gobierno del Banco de México anunció que la política monetaria se conduciría con el fin de alcanzar en diciembre de 2003 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.

En el Informe sobre la Inflación Octubre–Diciembre de 2003 y Programa Monetario para 2004 se anticipaba que en este año cobraría vigor la recuperación de la economía mexicana, mostrando tasas de crecimiento mayores a las observadas en los tres años anteriores. Por el lado de la demanda agregada, se estimaba que las exportaciones continuarían reflejando el mayor crecimiento en Estados Unidos y en el resto del mundo, especialmente al fortalecerse la expansión de las manufacturas estadounidenses. A su vez, el consumo privado preservaría su relativo dinamismo, apuntalado por una mayor disponibilidad de crédito. Por su lado, la inversión del sector privado comenzaría a recuperarse al consolidarse la demanda externa, dada la mejor posición financiera de las empresas. Asimismo, en un ambiente de

¹ En adición a los informes a los que se refiere el artículo 51 de la Ley del Banco de México, a partir de abril de 2000 este Instituto Central publica Informes Trimestrales sobre la Inflación en los meses de enero, abril, julio y octubre. Estos informes contienen la descripción detallada de la evolución de la inflación y de los principales factores que la afectaron, además de la evaluación del entorno económico y su comportamiento que sirve de fundamento para las acciones de política monetaria aplicadas con el objeto de cumplir el mandato constitucional asignado.

holgura como el percibido tanto en el mercado laboral como en la capacidad instalada, no se esperaba que la oferta agregada tuviera problemas para satisfacer la mayor demanda agregada, al menos en el corto plazo.

En materia inflacionaria, uno de los principales retos se deriva del alza persistente que han venido registrando las cotizaciones internacionales de diversas materias primas. Estos incrementos de precios están asociados tanto a la recuperación cíclica de la economía mundial, como a la incertidumbre geopolítica y a la desconfianza que ésta genera sobre las condiciones futuras de abasto de diversos energéticos. Las materias primas afectadas se pueden agrupar en tres grandes rubros:

- (a) alimentos, principalmente productos pecuarios y algunos granos;
- (b) productos metálicos (acero, cobre, varilla, aluminio, etc.); y,
- (c) energéticos, particularmente gas, y petróleo crudo y sus derivados.

Por su naturaleza, el alza en los precios de las materias primas ha impactado los costos de producción de diversos bienes y servicios, lo cual ha repercutido de manera directa sobre los precios al productor. Asimismo, estas presiones ya se han traspasado a distintos genéricos incluidos en el INPC.

Por su parte, a pesar de que los diferentes rubros de la demanda agregada se han venido recuperando, aún no se perciben presiones de importancia sobre la inflación provenientes de esta vía. Ello se debe, entre otros factores, al prolongado periodo en el cual la economía creció por debajo de su potencial. No obstante, de mantenerse el ritmo con el que se viene recuperando el gasto, no puede descartarse que en el futuro previsible comience a generar presiones sobre los precios.

En este contexto, es importante mencionar que el mismo hecho de que la economía atravesase por la fase de recuperación de su ciclo económico, facilita que las perturbaciones de oferta provenientes del exterior se traspasen a los precios al consumidor y contaminen las expectativas de inflación.

En virtud de las consideraciones anteriores, el balance de riesgos sobre la inflación se ha tornado más desfavorable, lo que se ha traducido en que las expectativas de inflación se hayan

incrementado. En consecuencia, la Junta de Gobierno del Banco de México ha tomado acciones a fin de restringir las condiciones monetarias.

II. Entorno Económico en el Primer Semestre

La experiencia ha mostrado que 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 la perspectiva de las presiones inflacionarias.

Dentro de 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 las presiones inflacionarias que enfrentaría la economía en este caso serían generalizadas, y de no ser contenidas con oportunidad, podrían propiciar un repunte 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 es que la autoridad monetaria permita el aumento transitorio en la inflación antes descrito y que, solamente en el caso de que las perturbaciones de oferta contaminen las expectativas de inflación, restrinja la postura de política monetaria. Ello para evitar incrementos subsecuentes de precios (efectos de segundo orden).

De esta discusión resalta la importancia que tiene la identificación correcta del origen de las presiones de inflación y sus posibles efectos sobre las expectativas del público, para la toma de decisiones de política monetaria. A fin de lograr lo anterior, el Banco de México lleva a cabo un análisis sistemático de la coyuntura económica y de sus perspectivas, empleando una amplia gama de variables y utilizando diferentes modelos económicos y estadísticos. Este análisis contribuye a identificar los factores que están incidiendo en la evolución esperada de la inflación y permite evaluar su impacto sobre las expectativas de inflación de los agentes económicos.

A continuación se examina, en primer lugar, la evolución del entorno internacional. Ello 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.

* * *

Durante el primer trimestre de 2004, la combinación de políticas macroeconómicas expansivas, condiciones financieras favorables y una mejoría de la confianza estimuló la demanda global. El crecimiento económico mundial, impulsado en particular por la expansión de los Estados Unidos y de las economías asiáticas, resultó en un fortalecimiento del comercio internacional y en un incremento en los precios de los bienes primarios. Esta mejoría en la situación económica mundial continuó pese al incremento considerable en los precios del petróleo. En este entorno, la economía mexicana se desarrolló en un panorama externo favorable. Por un lado, el repunte de la producción industrial en los Estados Unidos, aunque tardío, ha permitido la reactivación de las exportaciones mexicanas. Por otro, el aumento en el precio de la mezcla mexicana de petróleo y la disminución en los márgenes soberanos, constituyeron factores positivos para el desempeño de la economía nacional.

La recuperación económica mundial continuó consolidándose durante el segundo trimestre de 2004, si bien tanto Estados Unidos como Japón registraron una desaceleración respecto al elevado ritmo de expansión registrado en trimestres anteriores. En Estados Unidos, la fortaleza de la actividad económica fue menor que la anticipada. La inesperada elevación de los precios del petróleo parece haber incidido en tal evolución. Por su parte, las economías asiáticas, y en especial China, continuaron representando un factor importante de impulso a la expansión económica mundial. El incremento de los precios del petróleo y de otras materias primas dio lugar a un repunte de la

inflación en las principales economías del mundo. Este comportamiento de la actividad y los precios se reflejó en un alza de las tasas de interés de largo plazo.

El entorno externo ha incidido significativamente en el desempeño de la economía mexicana. La fase de recuperación cíclica por la que atraviesa la economía mundial, y en particular la estadounidense, suele tener dos efectos opuestos: uno positivo sobre la demanda externa, y otro negativo, asociado al endurecimiento de las condiciones de financiamiento en las economías emergentes.

Así, por un lado la economía nacional se vio favorecida por un incremento importante de sus exportaciones, petroleras y no petroleras, con el consecuente efecto positivo en la producción industrial y manufacturera y en la generación de empleos. Por otro, en lo que se refiere al entorno financiero internacional, ello se tradujo en alzas en las tasas de interés nacionales a lo largo de toda la curva de rendimientos y en presiones sobre el tipo de cambio, restringiéndose así las condiciones de financiamiento para los diferentes rubros de gasto.

El impacto neto de los efectos anteriores fue favorable para la expansión de la demanda agregada. Ello se debe, en parte, a que los efectos sobre los réditos y la paridad del nuevo entorno financiero se vieron atenuados por los cuantiosos flujos de ingresos petroleros y de remesas familiares, los cuales proveyeron a la economía de una amplia fuente de recursos.

* * *

Durante el primer semestre de 2004 la evolución de la oferta y la demanda agregadas en México se caracterizó por los siguientes aspectos: a) una expansión importante a tasa anual de esos dos rubros (5.4 por ciento), que contrastó con la falta de fortaleza que habían mostrado el año precedente; b) el aumento de la oferta agregada en el semestre se originó por incrementos significativos anuales, tanto del PIB (3.8 por ciento), como de las importaciones de bienes y servicios (9.8 por ciento); c) los dos componentes que integran la demanda agregada -la demanda interna y la externa- presentaron en el periodo crecimientos anuales importantes; y d) en la demanda interna, tanto el gasto de consumo total como el de inversión se acrecentaron a tasa anual.

Un hecho sobresaliente del comportamiento de la demanda agregada en la primera mitad de 2004 es la reactivación que presentó el gasto en formación bruta de capital, con un

crecimiento anual de 5.1 por ciento, mismo que superó al aumento anual que observó el consumo total (de 3.7 por ciento). Esa mejoría de la inversión ocurrió luego de tres años consecutivos en que había tenido caídas. De hecho, el gasto de inversión se fue fortaleciendo a lo largo del semestre, dado que su crecimiento anual en el segundo trimestre, de 5.8 por ciento, fue mayor al del primero de 4.5 por ciento. La expansión de la inversión en la primera mitad del año se originó por aumentos tanto de la inversión privada (de 5.4 por ciento), como de la efectuada por el sector público (de 4.1 por ciento).

El componente más importante de la demanda agregada, en cuanto a su magnitud, es el gasto de consumo. El crecimiento anual que presentó dicho renglón en el primer semestre del año, fue resultado principalmente del aumento del consumo privado, de 4.6 por ciento, ya que el consumo del sector público se contrajo 2.8 por ciento.

El renglón de la demanda agregada que mostró un mayor dinamismo en el primer semestre de 2004 fue el de las exportaciones de bienes y servicios. Ese rubro creció 12.4 por ciento a tasa anual, lo que es atribuible al fortalecimiento que presentó la demanda externa, tanto la proveniente de los Estados Unidos como de otros mercados.

Los principales aspectos que caracterizaron al comportamiento del sector externo durante la primera mitad del año, fueron los siguientes: i) incrementos significativos a tasa anual de las exportaciones e importaciones de mercancías; ii) las exportaciones de México a los Estados Unidos repuntaron de manera importante (aunque a un ritmo menor que las importaciones totales de ese país); iii) una elevada entrada de recursos por concepto de remesas familiares; iv) tanto la balanza comercial como la cuenta corriente mostraron déficit reducidos; y, v) un superávit moderado de la cuenta de capital, que estuvo acompañado por una acumulación reducida de reservas internacionales.

* * *

La recuperación cíclica de la actividad económica que se registró hacia finales del 2003 y durante el primer semestre de 2004, propició que continuara fortaleciéndose la demanda de trabajo. Al respecto, los aspectos más destacables del comportamiento del empleo en el primer semestre de 2004 fueron los siguientes: a) un aumento en el número de trabajadores en el sector formal de la economía lo que, acorde con las cifras del

IMSS, fue mayor en el caso de los trabajadores permanentes que en el de los eventuales; b) la mejoría del empleo formal comprendió a varios sectores, incluyendo al manufacturero y, c) una ligera reducción de la tasa de desempleo en las áreas urbanas durante el segundo trimestre del año.

Al cierre de junio de 2004 el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se ubicó en 12,414,814 personas, cifra superior en 224,022 trabajadores a la del cierre de 2003. Esta última variación es la más alta registrada para el primer semestre en los últimos cuatro años. Otro aspecto importante es que, al ajustarse las cifras por efectos estacionales, el número de trabajadores asegurados al cierre de junio alcanzó nueve meses consecutivos con aumentos. De esa manera, con datos desestacionalizados de octubre de 2003 a junio de 2004 se crearon 241,826 nuevos empleos formales. De este total, 164,517 correspondieron a empleos permanentes y 77,309 a empleos eventuales urbanos. No obstante, el número de trabajadores asegurados en el IMSS aún es inferior al registrado al cierre del 2000.

En el primer semestre de 2004, los salarios contractuales negociados por los empleados y obreros de empresas de jurisdicción federal registraron un incremento promedio, ponderado por el número de trabajadores, de 4.5 por ciento. Por su parte, la productividad media tanto en las industrias maquiladora y manufacturera, como en el sector comercio al menudeo, presentó ganancias importantes que más que compensaron el crecimiento de las remuneraciones medias reales. Por tanto, el costo unitario de la mano de obra en las industrias referidas presentó variaciones anuales negativas.

* * *

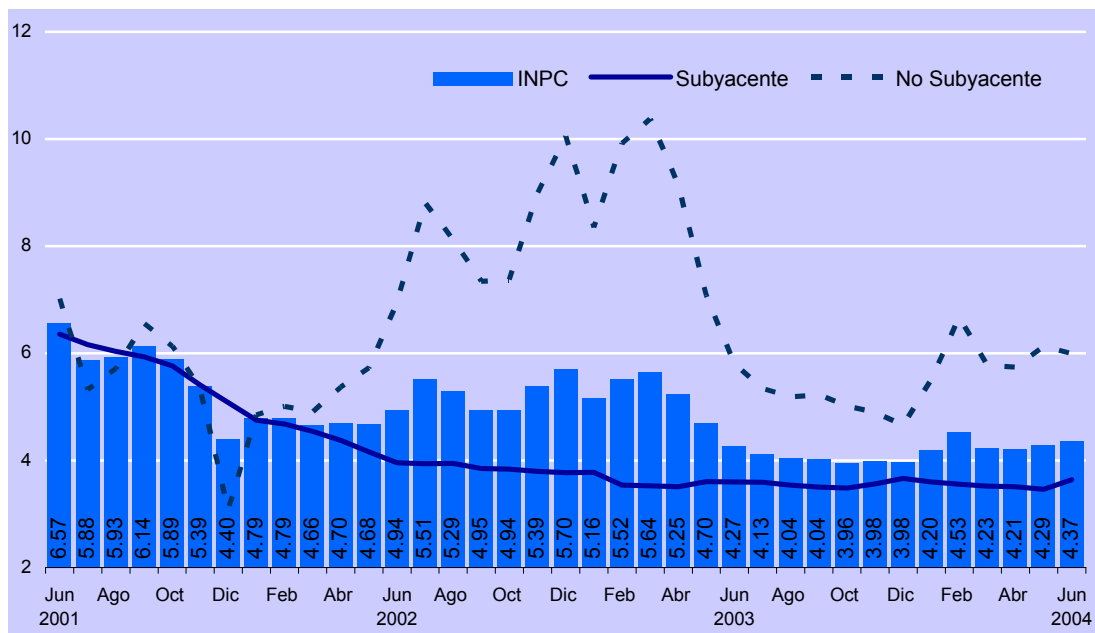
Al cierre del primer semestre de 2004 la inflación general anual fue de 4.37 por ciento, un aumento de 0.39 puntos porcentuales con respecto al cierre de 2003. Este incremento se asocia, en su mayor parte, al alza persistente de las cotizaciones internacionales de diversas materias primas, que afectaron principalmente al componente no subyacente del INPC. En junio la inflación subyacente anual fue 3.64 por ciento, nivel cercano al registrado en diciembre de 2003 (3.66 por ciento). Por otra parte, la inflación anual no subyacente fue 5.99 por ciento, lo que implicó un incremento de 1.33 puntos porcentuales en el semestre (Gráfica 1).

Cuadro 1 **Índices de Precios: INPC, Subyacente y No Subyacente**
Variación anual

	Dic-2002 - Dic-2001		Dic-2003 - Dic-2002		Jun-2004 - Jun-2003	
	Variación	Contribución ^{1/}	Variación	Contribución ^{1/}	Variación	Contribución ^{1/}
INPC	5.70	5.70	3.98	3.98	4.37	4.37
Subyacente	3.77	2.52	3.66	2.51	3.64	2.52
Mercancías	1.95	0.66	2.62	0.95	3.26	1.18
Alimentos	3.77	0.53	4.70	0.68	5.83	0.85
Otras mercancías	0.58	0.13	1.24	0.27	1.52	0.33
Servicios	6.23	1.86	4.84	1.56	4.07	1.33
Vivienda	6.03	1.00	4.12	0.73	4.13	0.74
Otros servicios	6.47	0.86	5.72	0.83	3.98	0.59
No Subyacente	10.05	3.18	4.66	1.47	5.99	1.85
Agropecuarios	8.65	0.67	3.65	0.31	3.24	0.26
Frutas y Verduras	22.23	0.68	-2.36	-0.09	-7.60	-0.25
Resto de Agropecuarios	-0.10	-0.01	8.34	0.40	10.55	0.51
Educación	10.04	0.70	8.59	0.47	8.45	0.47
Administrados y Concertados	10.96	1.81	3.91	0.69	6.51	1.12
Administrados	16.84	1.26	6.11	0.51	8.35	0.67
Concertados	6.12	0.55	1.90	0.18	4.92	0.45

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

Gráfica 1 **Índice Nacional de Precios al Consumidor, Índices de Precios Subyacente y No Subyacente**
Variación anual en por ciento



A este respecto, es importante señalar que durante el primer semestre del año, el proceso de reducción de la inflación enfrentó retos importantes, los cuales consistieron en diversos choques de oferta experimentados en diferentes bienes y servicios. En particular destacaron:

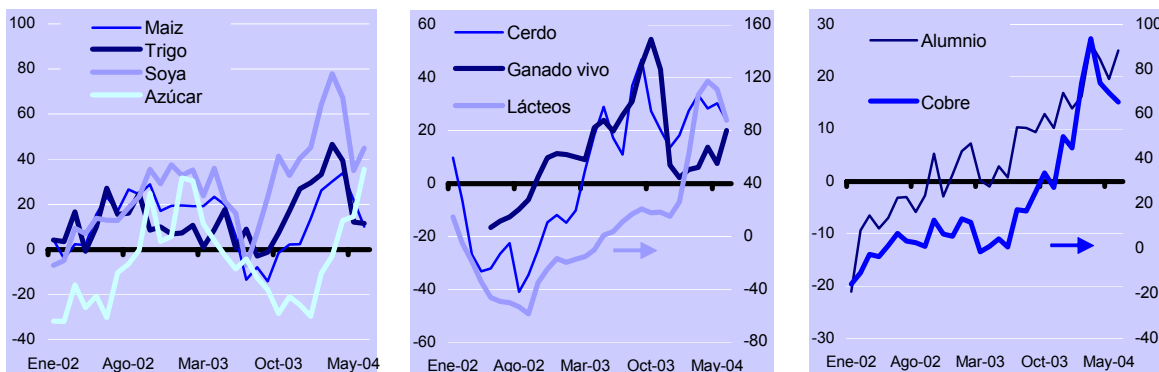
- (a) Diversos bienes y servicios administrados y concertados por el sector público mostraron fuertes ajustes de precios. En cuanto a los primeros, debe resaltarse el alza de algunos energéticos cuyos precios están parcialmente afectados por sus referencias internacionales (gasolinas en las fronteras y gas doméstico). Por lo que se refiere al segundo grupo, destaca el alza en las tarifas del transporte público urbano (particularmente el colectivo y el taxi en el D.F. y en el Estado de México), así como la actualización de las contribuciones de agua y de predial en algunos municipios de la República.
- (b) Por otro lado, se presentaron incrementos de precios en los productos pecuarios ante la prohibición que se impuso a la importación de carne de bovino y pollo. Ello en respuesta a los brotes de diversas epidemias en los Estados Unidos. No obstante, estas presiones han comenzado a revertirse gradualmente ante las menores restricciones a la importación de productos cárnicos.

Adicionalmente, a lo largo del semestre la inflación se vio afectada por el alza persistente que han venido registrando las cotizaciones internacionales de diversas materias primas, lo cual se ha convertido en una presión inflacionaria a nivel mundial. Estos incrementos de precios están asociados tanto a la recuperación cíclica de la economía mundial, como a la incertidumbre geopolítica y a la desconfianza que ésta genera sobre las condiciones futuras de abasto de diversos energéticos. Las materias primas más afectadas se pueden agrupar en tres grandes rubros: (i) alimentos (entre otros, algunos granos y productos pecuarios); (ii) productos metálicos (acero, cobre, varilla, aluminio, etc.); y, (iii) energéticos, particularmente gas, y petróleo crudo y sus derivados (Gráfica 2).

Gráfica 2

Precio Internacional de Algunas Materias Primas

Variación anual en por ciento



Fuentes: United States Department of Agriculture (USDA), International Coffee Organization, Coffee, Sugar, and Cocoa Exchange (CSCE) y Metal Bulletin.

Por su naturaleza, el alza en los precios de las materias primas ha impactado los costos de producción de diversos bienes y servicios, lo cual ha repercutido de manera directa sobre los precios al productor.

El alza de los precios internacionales de algunas materias primas comenzó a presentarse en 2003 y se intensificó para algunos productos durante el primer semestre de 2004. Las principales presiones inflacionarias que se han generado en consecuencia son las siguientes:

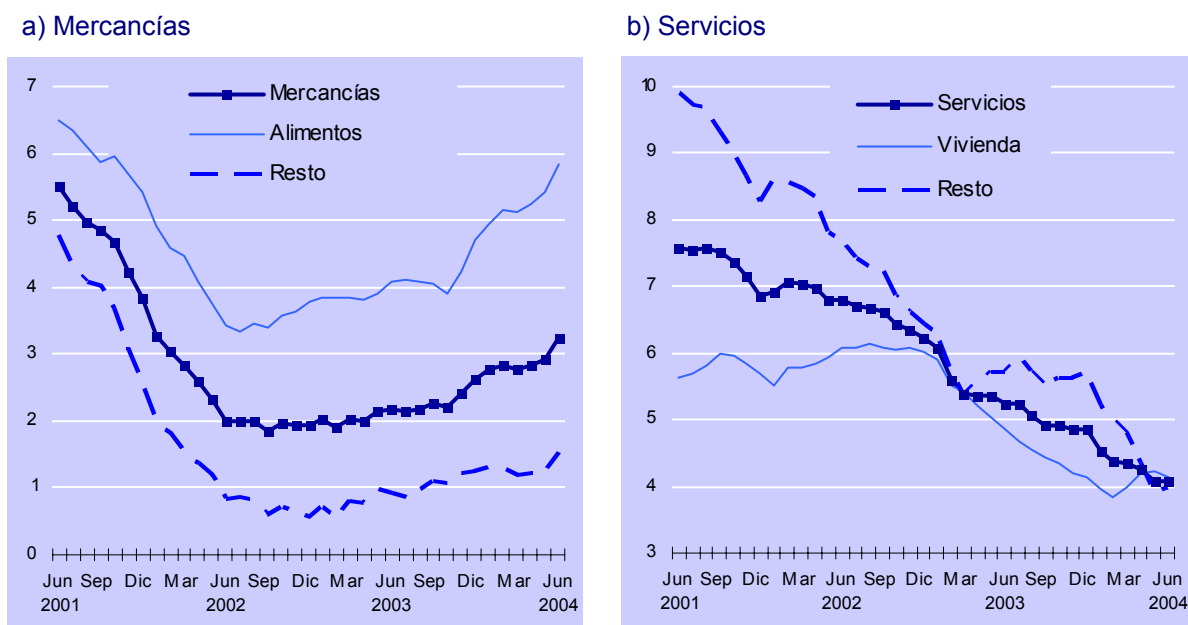
- (a) Los mayores precios de distintas materias primas alimenticias han incidido tanto en la inflación subyacente, como en la no subyacente. En el primer caso, los efectos de estas presiones propiciaron que la variación anual de los precios del grupo de alimentos del subíndice de las mercancías aumentara de 4.70 a 5.83 por ciento entre diciembre del año previo y junio de 2004. Ello explica, en buena medida, los incrementos registrados en el subíndice total de mercancías, el cual pasó de 2.62 a 3.26 por ciento en dicho periodo.

Por lo que toca al grupo de pecuarios del subíndice de precios no subyacente, éste pasó de 8.34 por ciento al cierre de 2003 a 10.55 en junio del presente año. Es importante resaltar que la inflación general en México se ve mayormente afectada respecto de otras economías por los incrementos en los precios de los alimentos (procesados y no procesados), dada la elevada ponderación que éstos tienen en el INPC.

- (b) El aumento de los precios internacionales de diversos productos metálicos que se utilizan en la construcción residencial afectó al subíndice de la vivienda, especialmente de febrero a junio del presente año, periodo en el cual su variación anual pasó de 3.85 a 4.13 por ciento, respectivamente.
- (c) El aumento en los precios de los energéticos a nivel internacional incidió en los tres genéricos que integran al subíndice de precios administrados (gas doméstico, electricidad y gasolinas), el cual registró una variación anual de 8.35 por ciento en junio, cifra superior en 2.24 puntos porcentuales respecto a su nivel registrado en diciembre de 2003 (6.11 por ciento).

Las presiones sobre los precios descritas fueron contrarrestadas parcialmente por la disminución de las cotizaciones de las frutas y verduras durante el semestre, las cuales registraron 6 meses consecutivos con variaciones mensuales negativas. En el lapso referido, la variación anual de dicho rubro pasó de -2.36 a -7.60 por ciento. Por otro lado, la variación anual de los servicios subyacentes distintos a la vivienda disminuyó de 5.72 a 3.98 por ciento entre diciembre de 2003 y junio de 2004 (Gráfica 3).

Gráfica 3 **Índice Subyacente de las Mercancías y de los Servicios**
Variación anual en por ciento



Para evaluar las perspectivas de la inflación en los siguientes meses es importante considerar, primeramente, el comportamiento que podrían presentar los precios de las materias primas. En este sentido, uno de los principales factores que explica el alza en los precios de dichos bienes ha sido el incremento en su demanda proveniente del vigor con el que crece la economía mundial, en particular la china. Por tanto, en la medida en que esta última registre un crecimiento más acorde a su potencial de largo plazo, es previsible que los precios internacionales se estabilicen. A su vez, este efecto podría verse reforzado por incrementos en la oferta de materias primas como respuesta a los altos precios.

En este sentido, conviene enfatizar que el alza en las cotizaciones internacionales de las materias primas posiblemente esté reflejando un cambio en precios relativos a nivel global. Así, en la medida en que dicho proceso vaya llegando a un término, se puede anticipar que la inflación de esos precios se irá desacelerando e, inclusive, en algunos casos pudiera comenzar a revertirse.

Cabe destacar que a pesar de que los diferentes rubros de la demanda agregada se han venido recuperando, aún no se perciben presiones de consideración sobre la inflación provenientes de esta vía. Ello se debe, entre otros factores, al prolongado periodo en el cual la economía creció por debajo de su potencial. No obstante, de mantenerse el ritmo con el que se viene recuperando el gasto, no puede descartarse que en el futuro previsible ello comience a generar presiones sobre los precios. Es importante mencionar que el mismo hecho de que la economía atraviese por la fase de recuperación de su ciclo económico facilita que las perturbaciones de oferta provenientes del exterior se traspasen a los precios al consumidor y contaminen las expectativas de inflación.

III. La Política Monetaria durante el Primer Semestre de 2004

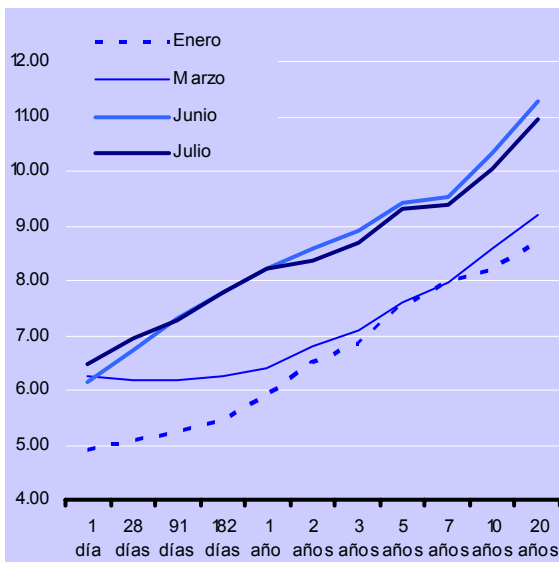
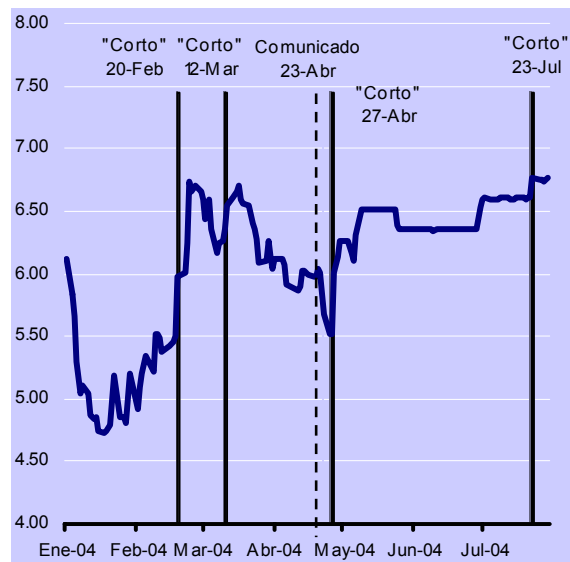
III.1. Acciones de Política Monetaria

Como ya se señaló, durante los primeros meses del 2004 se experimentaron diversas presiones de oferta que impactaron los precios de algunos genéricos incluidos en el subíndice no subyacente. No obstante que a principios de año el Banco de

México había previsto que en algunos meses de 2004 se podrían presentar perturbaciones de oferta susceptibles de ubicar temporalmente a la inflación anual por arriba de 4 por ciento, la magnitud y duración de los choques observados fueron mayores a las previstas. Lo anterior propició un incremento en los primeros meses del año en las expectativas de inflación para horizontes de corto plazo, como por ejemplo la inflación anual esperada para el cierre de 2004.

Si bien los indicadores de las expectativas de inflación no anticipaban durante el primer trimestre del año que los choques de oferta observados tuvieran un efecto significativo sobre la inflación en el mediano y largo plazos, se estimó que el deterioro de las expectativas para 2004 podría complicar la convergencia de la inflación hacia su meta de 3 por ciento. Ello en la medida en que llegara a afectarse la determinación de otros precios en la economía (efectos de segundo orden), especialmente las negociaciones salariales.

En el contexto anterior, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió restringir la postura de política monetaria incrementando el “corto” en dos ocasiones durante el primer trimestre del 2004: el 20 de febrero lo aumentó de 25 a 29 millones de pesos diarios y el 12 de marzo lo hizo de 29 a 33 millones de pesos. En consecuencia, las tasas de interés de corto plazo presentaron incrementos importantes. En particular, la tasa de interés de fondeo bancario cerró el primer trimestre en niveles alrededor de 140 puntos base por arriba del mínimo registrado a principios del año. Los efectos de estas acciones sobre la postura monetaria propiciaron un “aplanamiento” de la curva promedio de rendimientos de enero a marzo (Gráfica 4).

Gráfica 4 Tasas de Interés en México**a) Curva de Rendimiento Promedio Mensual Por ciento anual****b) Fondeo Bancario Por ciento anual**

Por su parte, durante los últimos meses la política monetaria ha enfrentado retos importantes, entre los cuales conviene destacar:

- (a) acotar los efectos sobre las expectativas de inflación derivados del alza en los precios internacionales de las materias primas;
- (b) estar vigilante para, en su caso, contener las presiones cíclicas sobre la inflación que puedan surgir del vigor que sostiene la demanda agregada; y,
- (c) propiciar que el tránsito de la economía hacia un entorno de mayores tasas de interés externas sea ordenado.

La información económica que se dio a conocer a principios de abril de 2004 en los Estados Unidos y que confirmaba que se consolidaba la recuperación de esa economía, comenzó a generar expectativas de que la Reserva Federal iniciaría un ciclo de acciones encaminadas a reducir las condiciones existentes de holgura monetaria con mayor intensidad y rapidez que lo anticipado hasta entonces. Ello modificó de manera considerable el entorno financiero, conduciendo a una elevación de las tasas de interés en los Estados Unidos y a nivel global.

Este nuevo entorno tuvo efectos considerables sobre la actitud de los inversionistas en los mercados internacionales, ya que condujo a una mayor aversión al riesgo y, consecuentemente, a

una recomposición de carteras. Como resultado, las economías emergentes enfrentaron incrementos en los niveles y volatilidad de sus diferenciales de tasas de interés y, por tanto, un deterioro en sus condiciones de acceso a financiamiento.

En este contexto, un reto fundamental para la conducción de la política monetaria es propiciar que el tránsito de la economía a un entorno de mayores tasas de interés sea ordenado. Esto cobra relevancia al considerar que el alza en los réditos, particularmente para plazos mayores, puede obedecer a diferentes motivos: incrementos en la productividad marginal del capital, que se reflejan en mayores tasas reales de interés (y que son propios de la fase del ciclo por la que atraviesan las economías mundial y nacional), en las expectativas de inflación de largo plazo y/o en las diferentes primas de riesgo. A este respecto, el análisis de los movimientos recientes en la curva de rendimientos se complica por el hecho de que en episodios anteriores de alzas en las tasas de interés internacionales, los instrumentos financieros no tenían la duración promedio actual. Así, es posible que el incremento en las tasas de interés de los valores de mayor plazo refleje, en parte, un alza en primas de riesgo y liquidez.

Por supuesto, en la medida en que la política monetaria sea exitosa en conducir a la inflación hacia su objetivo, los posibles aumentos en las expectativas de inflación de largo plazo y/o en las primas de riesgo quedarán mayormente acotados. En ese caso, el ajuste de las tasas de interés para plazos mayores reflejará principalmente los incrementos previsibles en las tasas reales de interés propios de cualquier recuperación económica.

En este entorno, y en virtud de las diferentes presiones que se han cernido sobre la inflación, el Banco de México ha venido restringiendo la postura monetaria. En particular, en el Comunicado de Prensa del 23 de abril el Instituto Central expresó que ante el incremento que se había presentado en las expectativas de inflación y el alza en las tasas de interés externas, no era deseable que se relajaran las condiciones monetarias internas. Sin embargo, posterior a su publicación, se observó una marcada reducción en la tasa de fondeo, por lo que el 27 de abril la Junta de Gobierno del Banco de México decidió incrementar el “corto” de 33 a 37 millones de pesos diarios. Como resultado de ello, se revirtió la reducción en dicha tasa (Gráfica 4).

Posteriormente, las tasas de interés de fondeo volvieron a ajustarse en dos ocasiones: primeramente, en respuesta a la primera acción tomada por la Reserva Federal para elevar las tasas de interés de corto plazo en ese país y como consecuencia de la acción

tomada por el Banco de México para restringir la postura monetaria el 23 de julio. Como resultado de estos ajustes, se propició un nuevo “aplanamiento” de la curva de rendimientos en nuestro país, reflejando el sesgo restrictivo que actualmente caracteriza a la política monetaria.

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

Durante el primer semestre del 2004, la base monetaria creció en promedio a una tasa anual de 13.1 por ciento, crecimiento inferior en 5.3 y 1.5 puntos porcentuales al observado en el primer y segundo semestre de 2003, respectivamente.² Esto apunta a un menor dinamismo en el proceso de remonetización que se originó tras la importante tendencia a la baja que mostraron las tasas de interés en los últimos años.

La base monetaria disminuyó durante el primer semestre de 2004 en 24.8 miles de millones de pesos. En dicho lapso, los activos internacionales aumentaron 1.5 miles de millones de dólares, con lo que su saldo al 30 de junio fue de 60.5 miles de millones de dólares. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México se redujo 40.3 miles de millones de pesos de enero a junio de 2004.

Cuadro 2 Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
Millones

	Saldos		Flujos en 2004		
	Al 31 Dic. 2003	Al 30 Jun. 2004	Trimestre I	II	Acumulados al 30 de Jun. de 2004
(A) Base Monetaria (Pesos)	303,614	278,847	-36,190	11,422	-24,767
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	663,657	697,527	28,771	-13,209	15,562
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	59,059	60,519	2,646	-1,186	1,460
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-360,043	-418,680	-64,960	24,631	-40,329
(D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] ^{3/}	57,435	59,128	1,614	79	1,693
(E) Reserva Bruta (Dólares)	59,028	60,476	2,631	-1,183	1,448
Pemex			3,268	2,484	5,753
Gobierno Federal			880	-1,446	-567
Venta de dólares a la banca ^{4/}			-1,938	-1,892	-3,830
Otros ^{5/}			421	-329	92
(F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	1,593	1,348	1,017	-1,262	-245

1/ Para la estimación de los flujos efectivos en moneda nacional de los activos internacionales netos se utiliza el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación.

2/ Los activos internacionales netos se definen como la reserva bruta, más los créditos convenio con bancos centrales a más de seis meses, a lo que se restan los adeudos totales con el FMI y con bancos centrales derivados de convenios establecidos a menos de seis meses.

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

4/ Corresponde a las ventas diarias de dólares realizadas conforme al mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales (ver comunicado de prensa de la Comisión de Cambios del 20 de marzo de 2003).

5/ Incluye los rendimientos de los activos internacionales netos y otras operaciones.

² Variaciones calculadas con base en el promedio de saldos diarios.

Al igual que en periodos anteriores, la principal fuente de acumulación de reservas internacionales durante la primera mitad del año fueron las ventas de divisas de PEMEX (5,753 millones de dólares). Cabe señalar que a lo largo del 2004, esta paraestatal ha recurrido a la colocación de deuda en el mercado interno para financiar PIDIREGAS.³ Ello le ha permitido diversificar sus fuentes de financiamiento, disminuyendo en el margen las colocaciones que tradicionalmente se realizaban en el exterior. En cuanto a los usos de reservas internacionales durante el primer semestre del año, destaca la venta de dólares a través del mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales (3,830 millones de dólares) y la adquisición de 567 millones de dólares por parte del Gobierno Federal para hacer frente al servicio de su deuda externa. Es oportuno resaltar que el mencionado mecanismo ha permitido atenuar el ritmo de acumulación de las reservas internacionales.

En los últimos meses el ahorro en los mercados financieros internos se ha caracterizado por un mayor dinamismo, lo que ha respondido tanto a elementos coyunturales como estructurales. Respecto a los primeros, destaca la recuperación cíclica de la actividad económica. En cuanto a los estructurales, cabe señalar las diversas reformas en materia financiera adoptadas en los últimos años y el avance hacia una inflación baja y estable, con su consecuente impulso a la profundización financiera. Así, durante los primeros seis meses del año los agregados monetarios, tanto estrechos como amplios, han mantenido un crecimiento mayor al siete por ciento real anual

El crédito bancario a los hogares ha mantenido su vigor, si bien parte de una base reducida. Así, al tiempo que el crédito directo al consumo ha registrado diez meses consecutivos con variaciones reales anuales superiores al 35 por ciento, el destinado a la vivienda ha repuntado en los últimos meses (variación real anual de 9.1 por ciento en junio).⁴ Por otro lado, aún no se aprecia un incremento importante en el financiamiento total a empresas.

³ Proyectos de Infraestructura Productiva de Largo Plazo.

⁴ Se refiere al crédito directo de la banca comercial.

IV. Balance de Riesgos y Conclusiones

Durante el primer semestre de 2004 la evolución de la economía mexicana se vio fuertemente influida por la recuperación económica mundial. El PIB estadounidense mostró un crecimiento significativo, aunque con un dinamismo menor en la segunda mitad de este periodo. Asimismo, las economías asiáticas, especialmente China, continuaron representando un factor importante de impulso a la expansión económica mundial. Por otra parte, el incremento de los precios del petróleo y otras materias primas, aunado a otros factores, dio lugar a un repunte de la inflación en las principales economías del mundo.

Si bien a principios del año el Banco de México había advertido que en algunos meses de 2004 se podrían presentar perturbaciones de oferta que ubicaran temporalmente a la inflación anual por arriba de 4 por ciento, el número, magnitud y duración de los choques observados han sido mayores a los previstos. Por tanto, la convergencia de la inflación general hacia su objetivo puntual se perfila más lenta y gradual.

El escenario que el Banco de México anticipa para la segunda mitad del 2004 se sustenta en la expectativa de que se mantendrá la recuperación de la economía de los Estados Unidos en el segundo semestre de 2004 y en 2005. Por otro lado, el entorno internacional de mayor astringencia monetaria ha conducido a un alza generalizada de las tasas de interés nacionales. No obstante, los efectos de este entorno sobre el gasto se han visto atenuados por los amplios recursos provenientes de los ingresos petroleros y las remesas familiares.

Con base en el entorno antes descrito y en la información más reciente sobre la evolución de la economía mexicana, el ejercicio de pronóstico arroja una estimación para el crecimiento real del PIB en 2004 que se sitúa en un intervalo de 3.75 a 4.25 por ciento.

Si bien durante 2004 ha habido una diversidad de perturbaciones que han impactado la inflación, se espera que en los siguientes meses sean principalmente tres los factores que pudieran afectarla, dos de los cuales se originan del entorno externo que prevalece actualmente.

En primer lugar, uno de los principales retos que enfrenta actualmente el combate a la inflación se asocia al alza de las cotizaciones internacionales de diversas materias primas. Este proceso se deriva, en parte, de un posible cambio de precios

relativos favorable a dichos bienes a nivel mundial. No obstante, como se comentó anteriormente, existen diferentes razones que permiten suponer que, eventualmente, estas presiones comenzarán a ceder.

En segundo lugar, persisten expectativas cambiantes en cuanto a la magnitud e intensidad del ciclo de acciones por parte de la Reserva Federal. En particular, de volverse más adverso el entorno inflacionario en los Estados Unidos, se podría incrementar la volatilidad en los mercados financieros internacionales y, por tanto, en los nuestros. En este contexto, un reto fundamental para la conducción de la política monetaria es propiciar que el tránsito de la economía a un entorno de mayores tasas de interés resulte ordenado. No obstante, debe mencionarse que en los últimos meses se han moderado los incrementos en las expectativas de inflación en ese país.

Finalmente, a pesar de que aún no se perciben presiones inflacionarias de consideración propias de la fase del ciclo por la que atraviesa la economía mexicana, dichas presiones no pueden descartarse en caso de sostenerse el vigor de la demanda agregada. A este respecto, el mismo hecho que el gasto presenta vigor eleva la probabilidad que las perturbaciones de oferta a la inflación puedan conducir a efectos de segundo orden sobre ésta.

Como se puede apreciar, el entorno inflacionario se ha tornado más adverso, lo cual se ha reflejado en el hecho de que las expectativas de inflación se han incrementado. Por tanto, la Junta de Gobierno del Banco de México ha tomado diversas medidas para incorporar un sesgo restrictivo en la política monetaria. En particular, el Instituto Central ha venido reiterando la necesidad de que las condiciones monetarias internas se vayan restringiendo.

Es importante destacar que el escenario macroeconómico previsto está sujeto a dos tipos de factores de incertidumbre los cuales, por su naturaleza, operan en sentido opuesto: por un lado, aquéllos que pueden afectar el crecimiento y, por otro, aquéllos que pudiesen impactar la inflación.

En cuanto al primero, un factor de riesgo sobre la economía nacional sería que el crecimiento de la economía de nuestro principal socio comercial se debilitara significativamente, lo cual afectaría la demanda por nuestras exportaciones. Para evaluar las posibles repercusiones de dicho escenario, cabe señalar que una parte muy importante de la reciente expansión económica nacional tiene su origen en factores externos. Esto refleja el hecho de que, en la actualidad, la reactivación de las fuentes internas de crecimiento es insuficiente. Así, de materializarse este factor de

riesgo, las estimaciones de crecimiento y de generación de empleos se verían afectadas.

Esta reflexión es propicia para insistir en que la expansión económica y la creación de empleos contempladas en el escenario macroeconómico distan de ser las necesarias para combatir con eficacia la pobreza y otros rezagos sociales. En este sentido, para materializar el potencial de crecimiento de la economía es necesario elevar su capacidad de competir. Para ello se requiere hacer más flexible a la economía a fin de que pueda adaptarse a las condiciones de un entorno en constante transformación, que apareja una creciente competencia en el comercio internacional. Por eso, el Banco de México reitera la necesidad de alcanzar los acuerdos para la instrumentación del cambio estructural y el fortalecimiento institucional que nuestro país requiere. En la medida en que el cambio estructural se postergue, el país estará generando futuras vulnerabilidades, perdiendo terreno en el comercio y la captación de inversión internacional ante otras naciones emergentes y, sobre todo, desperdiciando una etapa de crecimiento mundial que podría traducirse en mayor bienestar y empleos para los mexicanos.

Por otra parte, también podrían materializarse diversos riesgos que pudiesen impactar la inflación. Posiblemente, los más importantes serían que se recrudecieran las presiones inflacionarias en los Estados Unidos, propiciando que la Reserva Federal retirara el estímulo monetario con mayor rapidez e intensidad que lo previsto actualmente, o bien que persistiera la presión sobre las cotizaciones internacionales de diversas materias primas. En particular, el primer factor implicaría condiciones más inciertas en los mercados financieros internacionales, que pudieran traducirse en una mayor volatilidad en los mercados financieros internos.

En este contexto, y ante los riesgos descritos, el Banco de México se mantendrá atento a fin de tomar las medidas necesarias para coadyuvar al proceso de convergencia de la inflación hacia su objetivo puntual de 3 por ciento. Así, con el mantenimiento de la estabilidad de precios, el Instituto Central contribuye, de acuerdo a su mandato constitucional, a crear un entorno propicio para el desempeño adecuado de la actividad económica. Sin embargo, para traducirse en un crecimiento sostenido en el tiempo, dicho ambiente favorable debe ser complementado con otras medidas de política económica y de reforma estructural, que requieren de la voluntad y la responsabilidad de todos los actores sociales.