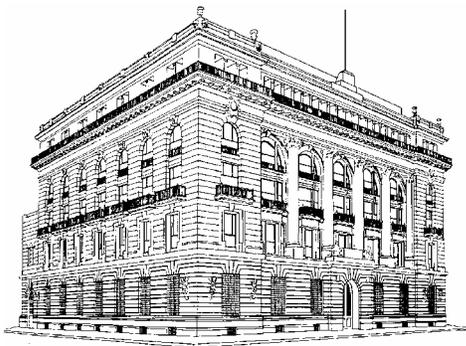


Resumen Informe Anual

2004



BANCO DE MEXICO

ABRIL, 2005

I. Introducción

Durante 2004 la economía mexicana se vio favorecida por la consolidación del proceso de recuperación global, al registrar la economía mundial la mayor tasa de crecimiento anual desde mediados de los años setenta. Así, en 2004 se fortaleció la expansión de la actividad económica en México. El crecimiento registrado por el PIB en términos reales en ese año fue de 4.4 por ciento. Tal crecimiento superó al anticipado al inicio de ese año por los principales analistas de la materia.

En diciembre de 2004 la inflación general anual fue 5.19 por ciento, mientras que en el mismo mes del año previo ésta fue 3.98 por ciento. El entorno externo influyó significativamente en la evolución de la inflación general en nuestro país. En particular, durante 2004 continuó elevándose la contribución al crecimiento mundial de diversas economías asiáticas, en especial la de China, que se caracterizan por un uso intensivo de energéticos, metales y otras materias primas, y que además han venido incrementando considerablemente sus importaciones de una amplia gama de alimentos. En consecuencia, se registraron fuertes presiones sobre las cotizaciones de estos bienes en los mercados internacionales, lo que afectó a la inflación general. Por su naturaleza, estos choques de oferta impactaron principalmente al componente no subyacente del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) y al grupo de alimentos del subíndice de precios subyacente de las mercancías.

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

En general, durante 2004 los mercados financieros internacionales mostraron poca volatilidad, abundante liquidez y una considerable búsqueda por rendimientos. Ello se sustentó en un escenario favorable de crecimiento, pocas presiones inflacionarias a nivel mundial –salvo por el alza en los precios de diversas materias primas, incluyendo el considerable incremento en los precios del

crudo– y mejoras tanto en las ganancias de las empresas en los Estados Unidos, como en la percepción sobre la calidad crediticia de los mercados emergentes.

En este entorno, la actividad económica nacional registró una expansión favorable. Al respecto, destacan por su importancia tanto el dinamismo de la demanda de nuestras exportaciones, como la disponibilidad de recursos que impulsaron los componentes internos del gasto. En esto último resaltan los ingresos petroleros y las remesas familiares, así como el crédito al consumo e hipotecario. Todo ello ha sido propicio para mantener la expansión del consumo y consolidar el repunte de la inversión. Por su parte, el crecimiento de la producción industrial fue favorable y contribuyó a que se acrecentara el empleo formal. No obstante, esta generación de empleo formal no se tradujo en una disminución de la tasa de desempleo en las áreas urbanas.

A lo largo de 2004, la conducción de la política monetaria enfrentó retos importantes: a) contener los efectos de los incrementos en los precios internacionales de diversas materias primas sobre las expectativas de inflación y las negociaciones salariales; b) propiciar un tránsito ordenado de la economía hacia un entorno global de mayor restricción monetaria; y, c) acotar las presiones sobre la inflación que pudieran surgir de la fase del ciclo por la que atraviesa la economía.

En virtud de lo anterior, durante 2004 la Junta de Gobierno del Banco de México restringió la postura de política monetaria. En este contexto, las acciones adoptadas en materia monetaria por el Banco de México, aunadas a que prevalecieron condiciones de liquidez de relativa holgura en los mercados financieros mundiales durante 2004, dieron como resultado un “aplanamiento” considerable de la curva de rendimientos en moneda nacional.

Por otra parte, si bien durante 2004 los diferentes rubros del gasto mostraron una recuperación importante, no se percibieron presiones de consideración sobre la inflación por esta vía. Asimismo, las perturbaciones sobre la inflación observadas en el año no parecen haber tenido efectos de consideración sobre las negociaciones salariales.

En todo el mundo, el combate a la inflación es un proceso gradual, que debe enmarcarse en un horizonte de largo plazo. Por eso, aunque en 2004 una serie de perturbaciones excepcionales hicieron más compleja esta tarea, el Instituto Central reitera su

compromiso de procurar la estabilidad de precios y, con ello, salvaguardar las condiciones fundamentales para producir e invertir.

II. Entorno Internacional

En 2004, la economía mexicana se vio favorecida por la consolidación del proceso de recuperación global, al registrar la economía mundial la mayor tasa de crecimiento anual (5.1 por ciento) desde mediados de los años setenta. Dicha expansión fue impulsada por el vigor de la actividad económica en los Estados Unidos, China y la mayor parte del mundo emergente, que contrarrestó la debilidad mostrada en los países de la zona del euro y Japón. Si bien la actividad global se desaceleró en la segunda mitad del año (en parte debido al impacto del alza en los precios del petróleo), las economías estadounidense y china continuaron registrando tasas elevadas de crecimiento. La expansión en Estados Unidos se caracterizó, además, por un repunte de la actividad industrial y del empleo, cuya recuperación se había mantenido rezagada durante 2003. Ante tal entorno, el Banco de la Reserva Federal instrumentó, desde mediados del año, una política de incrementos graduales de las tasas de interés. A pesar de lo anterior, y de la percepción de riesgo derivada del elevado nivel del déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos y su posible impacto sobre los tipos de cambio, los mercados financieros internacionales se ajustaron sin mayores sobresaltos y el riesgo país en los países emergentes continuó disminuyendo para alcanzar mínimos históricos.

La creciente importancia de las economías asiáticas en la economía global ha incidido de forma importante en la demanda de materias primas y, en particular, de energéticos. Debido a que estas economías son relativamente intensivas en el uso de estos bienes, el aumento en su contribución al crecimiento mundial se ha manifestado en mayores presiones sobre las cotizaciones de aquéllos en los mercados internacionales, coadyuvando a un repunte de la inflación en las economías avanzadas durante el año.

Al inicio de la fase expansiva actual, la recuperación económica estadounidense se basó mayormente en la fortaleza del gasto en consumo (el cual, además, fue el principal sustento de la economía durante la desaceleración previa). Durante 2004 se observó mayor equilibrio entre las fuentes de crecimiento, adquiriendo la inversión un papel de mayor relevancia.

El déficit del gobierno federal de los Estados Unidos para el año fiscal 2004 fue considerablemente menor al pronosticado al inicio del mismo (3.6 contra 4.2 por ciento del PIB) y similar al observado en 2003. Sin embargo, la magnitud del desequilibrio fiscal fue un tema de constante preocupación debido, entre otras razones, a sus implicaciones sobre el déficit en cuenta corriente.

La orientación de la política monetaria estadounidense comenzó a modificarse paulatinamente desde principios de 2004. De esta forma, si bien la Reserva Federal mostraba confianza en la sostenibilidad de la recuperación, la primer alza en la tasa de fondos federales no ocurrió sino hasta mediados de año. El Comité enfatizó en sus comunicados que el retiro del estímulo monetario se realizaría de manera “mesurada”. Así, en cada una de las reuniones realizadas de junio a diciembre la tasa de fondos federales se incrementó en un cuarto de punto, cerrando 2004 en un nivel de 2.25 por ciento. Los mercados financieros anticiparon los ajustes a la tasa de fondos federales, lo cual contribuyó de manera importante a evitar movimientos bruscos en dichos mercados.

Las condiciones de financiamiento externo para los países emergentes fueron favorables durante 2004. A lo anterior contribuyeron la liquidez abundante en los mercados internacionales, la búsqueda de mayores rendimientos por parte de los inversionistas y la mejoría en la situación económica de los países emergentes. En este entorno, los márgenes de riesgo soberano para estos países cayeron a mínimos históricos.

III. Evolución de la Economía: Panorama General

III.1. Actividad Económica

A lo largo de 2004, la evolución de la economía nacional estuvo influida por el entorno externo, tanto por la mayor disponibilidad de recursos financieros, como por el vigor de las exportaciones petroleras y no petroleras. Tales factores contribuyeron en el país a la expansión del consumo privado y del gasto de inversión. Así, en 2004 el gasto de consumo fue el renglón que contribuyó en mayor medida al crecimiento del PIB real, seguido por la formación bruta de capital y por el saldo neto de la balanza de bienes y servicios. Ese año el consumo a precios

constantes creció a una tasa superior a la del producto y llegó a representar 81.6 puntos porcentuales del PIB. Por su parte, la inversión constituyó el componente más dinámico del gasto interno, y su fortalecimiento se acentuó a lo largo del año, al pasar su crecimiento anual de 5.2 por ciento en el primer semestre del año, a 9.7 por ciento en el segundo. Cabe señalar que la expansión de la inversión en 2004 se presentó luego de que en 2003 había registrado sólo una ligera mejoría y de haber disminuido en 2001 y 2002.

En general, los principales aspectos que caracterizaron a la evolución de la actividad económica en México durante 2004 fueron los siguientes:

- a) El crecimiento del PIB real de 4.4 por ciento constituyó la tasa más alta en los últimos cuatro años.
- b) Los dos componentes de la demanda agregada –la demanda interna y la externa– mostraron importantes alzas a tasa anual.
- c) El dinamismo del gasto de consumo favoreció el incremento del producto y, de hecho, su aportación anual superó a la registrada en los tres años previos. En particular, el consumo privado –el principal rubro de la demanda agregada en cuanto a su participación– se vio favorecido por diversos factores, destacando una mayor disponibilidad de financiamiento y el aumento del empleo y de las remuneraciones medias en términos reales en varios sectores.
- d) La inversión representó el componente con mayor dinamismo de la demanda interna, como resultado de aumentos de sus componentes privado y público.
- e) En su conjunto, el gasto público aumentó ligeramente en 2004. Ello fue resultado de la combinación de un incremento del gasto de inversión y una disminución del de consumo.
- f) Las exportaciones de bienes y servicios registraron un importante aumento en 2004.
- g) El ahorro interno, medido como proporción del PIB nominal, se incrementó ligeramente con relación a su nivel del año precedente.

- h) Durante el cuarto trimestre de 2004 se fortalecieron los indicadores relativos al clima de los negocios y al nivel de confianza que recaba el Banco de México en el sector manufacturero, así como el índice de confianza de los consumidores.
- i) Los tres principales sectores de la producción contribuyeron al crecimiento económico en 2004.

III.2. Empleo, Remuneraciones y Productividad

Durante 2004 la expansión de la actividad económica tuvo como contrapartida una mejoría de los indicadores de empleo. En general, los aspectos más destacados del comportamiento del mercado laboral en 2004 fueron:

- a) Un aumento del empleo formal a lo largo del año, aunque su avance a tasa anual se atenuó en el cuarto trimestre.
- b) La generación de nuevas plazas de trabajo resultó más vigorosa en los empleos permanentes que en los eventuales, así como en las empresas de mayor tamaño.
- c) El aumento del empleo formal fue prácticamente generalizado en todas las entidades del país, pero mostró un mayor dinamismo en la zona norte.
- d) El número de trabajadores adscritos al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) se incrementó en la mayoría de los sectores, incluyendo el manufacturero.
- e) Las encuestas mensuales del empleo manufacturero del INEGI muestran que su recuperación fue significativa en la industria maquiladora. No obstante, el nivel de empleo en esa actividad todavía mostró un fuerte descenso con relación a los máximos alcanzados en 2000.
- f) Al considerar el año en su conjunto, la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas presentó un nivel ligeramente superior al del año anterior, debido a que el indicador para la Ciudad de México se mantuvo elevado a lo largo del año.

- g) La recuperación de la actividad económica durante 2004 propició una mayor demanda de trabajo. Así, el número de trabajadores asegurados en el IMSS se incrementó al cierre de 2004 en 318,634 trabajadores (2.6 por ciento) con relación a la cifra de diciembre de 2003.

Algunos de los aspectos más sobresalientes del comportamiento de los salarios y de la productividad durante 2004 fueron:

- a) En general, el desempeño de los principales indicadores salariales se caracterizó por una moderación de su ritmo de crecimiento respecto a lo observado el año previo.
- b) El Costo Unitario de la Mano de Obra (CUMO) disminuyó en las industrias maquiladora y manufacturera no maquiladora, así como en el sector comercio al menudeo. En los tres casos el efecto es atribuible tanto a una trayectoria favorable registrada por la productividad laboral, como a una moderación en los incrementos de las remuneraciones medias reales.

III.3. Sector Externo

Durante 2004 la evolución del sector externo de la economía mexicana se caracterizó por los siguientes aspectos: la significativa fortaleza de la demanda externa, particularmente de la proveniente de los Estados Unidos; el importante incremento que registró el precio internacional del petróleo; la pérdida de participación de los productos mexicanos en el mercado estadounidense; el repunte de las importaciones de mercancías, que respondió a la expansión que registraron en el año la producción y el gasto interno de la economía mexicana; un elevado ingreso de recursos por remesas familiares; y, una política de endeudamiento externo seguida por el Gobierno Federal que se orientó a disminuir su saldo y a mejorar sus condiciones de costo y vencimiento. Todo lo anterior se tradujo en déficit moderados en las balanzas comercial y de la cuenta corriente, financiándose este último principalmente, al igual que en los dos años precedentes, con recursos de largo plazo.

III.4. Finanzas Públicas

Durante 2004, el déficit económico del sector público registró 19.7 miles de millones de pesos, monto equivalente al 0.26 por ciento del PIB. Si se excluyen las erogaciones correspondientes al Programa de Separación Voluntaria (PSV), el déficit económico fue de 12.4 miles de millones (0.16 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 189.9 miles de millones (2.49 por ciento del PIB).

En 2004, los ingresos presupuestarios ascendieron a 1,774.2 miles de millones de pesos (23.24 por ciento del PIB, cifra similar a la registrada en 2003). Este resultado superó en 166.2 miles de millones a los ingresos previstos en la Ley de Ingresos de la Federación y se debe, principalmente, a los mayores ingresos petroleros (que representaron 1.79 por ciento del PIB y 82.2 por ciento de los ingresos excedentes). En cuanto al gasto público presupuestario, éste ascendió a 1,797.5 miles de millones de pesos en 2004 (23.54 por ciento del PIB), cifra que representó un crecimiento anual de 4.2 por ciento a precios constantes.

III.5. Agregados Monetarios y Crediticios

En 2004 el ahorro en los mercados financieros internos se caracterizó por un mayor dinamismo, lo que respondió 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 2004 se mantuvo el dinamismo en el crecimiento de los agregados monetarios amplios (M2, M3 y M4) iniciado desde finales de 2003. Dichos agregados registraron tasas de crecimiento promedio para el año superiores al 7 por ciento. Al respecto, destaca el Sistema de Ahorro para el Retiro, el cual representa una fuente importante de ahorro financiero (25.7 por ciento del flujo de M4 en el año). También destaca la recuperación de la captación bancaria y el incremento del ahorro de los no residentes en instrumentos financieros internos, principalmente en valores públicos de largo plazo a tasa fija.

En 2004 el financiamiento total al sector privado no financiero tuvo una importante recuperación, si bien aún se encuentra en niveles reducidos. En lo que respecta al financiamiento interno, éste se expandió a tasas reales crecientes a lo largo del año, registrando en diciembre una tasa real anual de 9.5 por ciento. Ello representó un flujo en el año de 181 miles de millones de pesos (equivalente al 2.4 por ciento del PIB). Dicho flujo de financiamiento interno al sector privado provino principalmente de la banca comercial y de los intermediarios financieros no bancarios (110 miles de millones de pesos y 44.6 miles de millones de pesos, respectivamente) y, en menor medida, de la emisión de instrumentos de deuda (16.4 miles de millones de pesos). Asimismo, continuó el proceso de desendeudamiento externo (contracción de 3.1 por ciento en moneda extranjera).

III.6. Inflación

Al 31 de diciembre de 2004 la inflación general anual alcanzó 5.19 por ciento, mientras que al cierre del año previo el indicador se ubicó en 3.98 por ciento. El incremento que registró la inflación general en 2004 fue, en lo principal, consecuencia de perturbaciones de origen externo, entre las que destacó la elevación de los precios internacionales de diversas materias primas. A su vez, el origen de ese movimiento alcista provino en gran medida de una mayor participación en el crecimiento mundial de economías que se distinguen por hacer un uso intensivo de energéticos y metales, y que también aumentaron sus importaciones de alimentos, como es el caso de China. Adicionalmente, en 2004 la trayectoria de la inflación fue también influida tanto por una revisión de los precios del transporte público al inicio del año en algunas ciudades con elevada ponderación en el INPC, como por un alza de los precios de algunas frutas y verduras durante el segundo semestre.

Las presiones externas sobre la inflación se transmitieron a diversos rubros del componente no subyacente del INPC y al de los alimentos procesados del subíndice subyacente de las mercancías. Así, la variación anual del primero de estos indicadores aumentó 3.54 puntos porcentuales de diciembre de 2003 al mismo mes de 2004 (pasando su tasa anual de 4.66 a 8.20 por ciento), mientras que la del segundo se incrementó durante el mismo lapso en 2.34 puntos (al elevarse su tasa anual de 4.70 a 7.04 por ciento en las mismas fechas).

El impacto sobre los precios de los bienes y servicios administrados provino en buena medida del aumento que mostraron los precios internacionales de los energéticos. De diciembre de 2003 al mismo mes de 2004, la tasa de variación anual de este subíndice pasó de 6.11, a 10.02 por ciento. Esta situación implicó un incremento de 0.34 puntos porcentuales en la contribución de dicho grupo a la inflación general anual.

El ritmo de crecimiento de las cotizaciones de los productos pecuarios se elevó durante 2004 debido primordialmente a tres factores: i) la presión sobre los costos de producción que se derivó del alza de los precios del alimento para ganado y aves que se produce con diversos granos, cuyas cotizaciones se incrementaron considerablemente en el año; ii) una mayor demanda global de productos cárnicos; y, iii) problemas sanitarios que redujeron la producción mundial de carne de res, situación que se exacerbó en México por las restricciones a la importación que impusieron las autoridades. La combinación de los elementos anteriores condujo a que la tasa de variación anual para los precios de los productos pecuarios pasara de 8.34 por ciento en diciembre de 2003, a 12.69 por ciento al cierre de 2004. Dicho incremento tuvo un impacto de 0.23 puntos porcentuales sobre la inflación general anual.

A las presiones de oferta sobre la inflación descritas en los párrafos previos, se agregaron otras durante el segundo semestre de 2004, consecuencia de la elevación de los precios de diversas frutas y verduras. Este episodio alcista se originó en una contracción de la oferta de algunos de estos productos debido a condiciones climáticas adversas tanto en México, como en Estados Unidos. Así, de diciembre de 2003 al mismo mes de 2004, la tasa de variación anual de este subíndice aumentó de -2.36 a 6.43 por ciento, lo que implicó un incremento en la contribución de este concepto a la inflación general anual de 0.31 puntos porcentuales con respecto a la del año anterior. En particular, cabe destacar la elevación que sufrieron las cotizaciones del jitomate, que explican prácticamente la mitad del aumento en la contribución del subíndice de las frutas y verduras a la inflación general.

Aún cuando la variación anual de los precios de los alimentos procesados aumentó significativamente durante 2004, la inflación subyacente anual mostró un comportamiento relativamente estable. Este resultado es atribuible a que el efecto alcista de los alimentos fue parcialmente contrarrestado por una reducción en el ritmo de crecimiento de los precios de los servicios. Así, la inflación subyacente anual se situó al cierre de 2004 en 3.80 por

ciento, en tanto que la cifra comparable al cierre de 2003 fue de 3.66 por ciento.

IV. Política Monetaria y Cambiaria durante 2004

IV.1. Política Monetaria

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

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

Si bien las perturbaciones de oferta, por su naturaleza, tienden a afectar la inflación temporalmente, el número e intensidad de las mismas propició que a lo largo del año las expectativas del público con relación a la inflación para horizontes mayores a un año se fueran incrementando. Mientras que la inflación anual se incrementó en 121 puntos base, las expectativas de inflación anual para el cierre de 2005 y 2006 recabadas en la encuesta del Banco de México lo hicieron en 79 y 44 puntos base, respectivamente.

En virtud de lo anterior, durante 2004 la Junta de Gobierno del Banco de México restringió la postura de política monetaria, principalmente a través de dos vías:

- a) Por un lado, incrementó el “corto” en nueve ocasiones. Así, el objetivo de saldos diarios pasó de 25 millones de pesos a principios del año, a 69 millones de pesos el 10 de diciembre.
- b) Por otro, a partir del 25 de junio de 2004, en los comunicados de prensa correspondientes a los anuncios de política monetaria, la Junta de Gobierno señaló 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.

Como consecuencia de las acciones descritas, las tasas de interés de corto plazo se incrementaron de manera importante. Específicamente, durante 2004 la tasa de fondeo interbancario aumentó de su nivel mínimo registrado en el año de 4.73 por ciento el 19 de enero, a 8.75 por ciento el 31 de diciembre.

Por otra parte, si bien durante 2004 los diferentes rubros del gasto mostraron una evolución positiva, no se percibieron presiones de consideración sobre la inflación por el lado de la demanda agregada. Asimismo, las perturbaciones a la inflación observadas en el año no parecen haber tenido efectos de consideración sobre las negociaciones salariales.

IV.2. Política Cambiaria

En marzo de 2003 la Comisión de Cambios definió un mecanismo cuyo objetivo sería reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de México. Si bien dicho mecanismo cumplió con el objetivo, el monto de dólares subastado diariamente presentó variaciones importantes entre trimestres durante finales de 2003 y principios de 2004. Ante ello, la Comisión de Cambios consideró conveniente realizar algunas adecuaciones a este mecanismo, para que los montos diarios a vender fuesen más estables entre trimestres. Así, se modificó la distribución de las ventas de dólares en el tiempo, mas no el monto total de dólares a subastar. A partir del 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.

Durante 2004 prevalecieron condiciones favorables en los mercados financieros internacionales. Ello debido a la menor incertidumbre geopolítica a nivel global y a las condiciones monetarias de relativa holgura que prevalecieron en el año. Lo anterior dio lugar a una considerable búsqueda por mayores rendimientos que, a su vez, facilitó el flujo de capitales hacia los mercados emergentes, entre ellos México. Este entorno contribuyó a que la cotización del peso frente al dólar permaneciera

relativamente estable, con una ligera tendencia hacia la apreciación a finales del año.

La considerable elevación de las cotizaciones internacionales de diferentes materias primas coadyuvó a que en el 2004 diversas economías emergentes para las que un componente importante de sus exportaciones corresponde a materias primas, registraran una considerable tendencia hacia la apreciación de sus monedas. Este fue el caso de Chile, Brasil, Argentina y Colombia. Sin embargo, en el caso de México la actividad exportadora es principalmente manufacturera (el petróleo sólo representó aproximadamente el 12 por ciento de las exportaciones totales durante 2004), por lo que la cotización del peso mostró mayor estabilidad.

V. Consideraciones Finales

El crecimiento de la economía mexicana se fortaleció durante 2004. Al respecto, destacaron el repunte de las exportaciones y la disponibilidad de recursos en apoyo del gasto interno (ingresos petroleros, remesas familiares, crédito al consumo e hipotecario). En particular, en 2004, por primera vez en más de una década, se observó un incremento en el crédito que otorga la banca comercial, tanto a los hogares, como a las empresas. Todo ello fue propicio para mantener la expansión del consumo y contribuir al repunte de la inversión. Por su parte, el crecimiento de la producción, industrial y manufacturera, fue favorable y contribuyó a la creación de empleos, si bien no fue suficiente para acomodar plenamente la fuerza laboral que se incorporó al mercado de trabajo.

Durante 2004, la evolución de la inflación estuvo sujeta a múltiples perturbaciones de oferta, principalmente asociadas al alza de las cotizaciones internacionales de diversas materias primas. En los últimos meses del año, este entorno se vio complicado aún más por la presencia de factores climáticos que afectaron la producción de diversos productos agrícolas. En virtud del número e intensidad de los choques de oferta que se presentaron en 2004, las expectativas de inflación de mediano plazo se incrementaron de forma importante. En este entorno, y a fin de evitar que se contaminaran las negociaciones salariales y, en general, la formación de precios en la economía, el Banco de México restringió la postura de política monetaria.