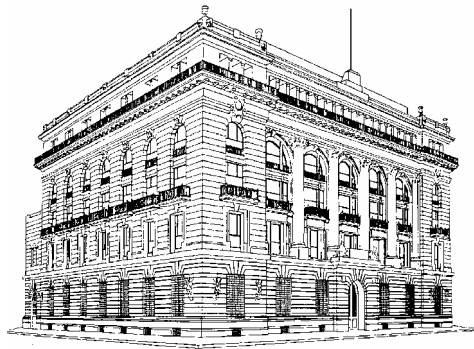


# Informe sobre la Inflación

---

Julio – Septiembre 2004



BANCO DE MEXICO

OCTUBRE, 2004

---



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

**Subgobernadores**

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÚÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB



## ***ADVERTENCIA***

*A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 25 de octubre de 2004. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.*



## INDICE

<b>I.</b>	<b>Introducción .....</b>	<b>1</b>
<b>II.</b>	<b>Informe sobre la Inflación Julio - Septiembre 2004 .....</b>	<b>4</b>
II.1.	Evolución Reciente de la Inflación .....	4
II.1.1.	Índice de Precios No Subyacente.....	5
II.1.1.1.	Subíndice de Precios de Bienes Agropecuarios .....	5
II.1.1.2.	Subíndice de Precios de Bienes Administrados y Concertados .....	10
II.1.1.3.	Consideraciones Adicionales .....	13
II.1.2.	Índice de Precios Subyacente.....	13
II.1.3.	Consideraciones por el lado de la Demanda .....	17
II.2.	Evolución de los Distintos Indicadores de Inflación en el Trimestre .....	18
II.2.1.	Inflación Anual .....	18
II.2.2.	Inflación Mensual .....	20
II.2.3.	Índice Nacional de Precios Productor.....	21
II.3.	Principales Determinantes de la Inflación.....	22
II.3.1.	Entorno Externo .....	22
II.3.1.1.	Precio del Petróleo .....	22
II.3.1.2.	Evolución de la Economía de los Estados Unidos .....	24
II.3.1.3.	Evolución de la Economía del Resto del Mundo .....	28
II.3.2.	Salarios, Productividad y Empleo .....	31
II.3.2.1.	Salarios Contractuales.....	31
II.3.2.2.	Remuneraciones y Productividad .....	33
II.3.2.3.	Empleo .....	36
II.3.3.	Oferta y Demanda Agregadas .....	39
II.3.4.	Balanza de Pagos y Flujos de Capital .....	45
II.4.	La Política Monetaria durante el Tercer Trimestre de 2004 ...	48
II.4.1.	Acciones de Política Monetaria .....	48
II.5.	Agregados Monetarios y Crediticios.....	54
II.5.1.	Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales .....	54
II.5.2.	Agregados Monetarios y Financiamiento .....	56

<b>III. Perspectivas del Sector Privado para 2004-2005.....</b>	<b>59</b>
III.1. Pronósticos sobre la Actividad Económica y sobre otras Variables que Influyen en la Inflación .....	59
III.2. Expectativas sobre la Inflación .....	60
<b>IV. Balance de Riesgos y Conclusiones .....</b>	<b>62</b>
<b>V. Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria en 2005 .....</b>	<b>69</b>



## I. Introducción

---

La recuperación de la economía mundial continuó durante el tercer trimestre del año, aunque a un ritmo menor al registrado a finales de 2003 y principios de 2004. Por su parte, la información más reciente sugiere que la actividad económica en los Estados Unidos repuntó en el tercer trimestre, tras la inesperada desaceleración observada en el segundo. La mayoría de los analistas prevén que dicha economía continuará creciendo en lo que resta del presente año y durante el siguiente, si bien a tasas inferiores al promedio registrado en los últimos trimestres. En consecuencia, es previsible que la economía mundial en general, y la norteamericana en particular, ya hayan dejado atrás las tasas de crecimiento más elevadas asociadas al presente ciclo económico.

Como resultado de lo anterior, a nivel global recientemente parecen haberse atenuado las presiones sobre la inflación, propias de la fase expansiva del ciclo económico. En particular, en el caso de los Estados Unidos, la expectativa de que en los próximos trimestres se irá moderando el vigor con que crece la demanda agregada, ha conducido a una reducción importante en las tasas de interés para plazos largos respecto a las observadas hacia el cierre del segundo trimestre del año y, por tanto, a la percepción que la Reserva Federal retirará el estímulo monetario con menor velocidad e intensidad que lo previsto hace algunos meses.

El entorno descrito sugiere que en los siguientes meses persistirán condiciones de liquidez de relativa holgura en los mercados financieros internacionales, lo que nuevamente ha propiciado que se generen importantes flujos de capital hacia las economías emergentes en búsqueda de mayores rendimientos.

En este contexto, durante el tercer trimestre del año la economía nacional continuó fuertemente influida por el entorno externo, tanto en lo referente al crecimiento, como en lo que concierne a la inflación.

En cuanto al primero, durante el periodo de análisis el gasto agregado se vio impulsado tanto por una mayor disponibilidad de recursos financieros externos, como por los cuantiosos flujos de ingresos petroleros y de remesas familiares. Por el lado de la demanda externa, destacó el vigor de las exportaciones, tanto petroleras como no petroleras. Por el de la interna, el vigor del consumo y el repunte reciente de la inversión.

Todo ello propició una recuperación de la producción industrial y manufacturera y se reflejó en una mayor creación de empleos.

Por otra parte, el entorno externo también incidió de manera considerable sobre la evolución de la inflación en nuestro país. En este sentido, si bien es cierto que a nivel global se han ido atenuando las presiones inflacionarias propias de la fase alta del ciclo económico, también lo es que en los últimos años la economía mundial ha presentado modificaciones en sus estructuras de producción y de demanda de insumos que han tenido repercusiones sobre la inflación en diversos países. En especial, debe recordarse que en virtud de la rápida integración de algunas economías de gran tamaño a los flujos comerciales internacionales de bienes y servicios, tales como las de China e India, se han venido registrando cambios significativos de precios relativos en los mercados mundiales. Entre dichos cambios destaca un fuerte incremento de los precios de diversos bienes primarios con relación al de los manufactureros.

Es importante destacar el papel que la economía china ha tenido en el proceso anterior, ya que ésta se caracteriza por un uso intensivo de energéticos y metales y, al mismo tiempo, ha incrementado significativamente sus importaciones de una amplia gama de alimentos. Dado el tamaño de esta economía, su demanda ha contribuido a que, a partir de mediados del año anterior, se hayan elevado notablemente los precios de estos bienes en los mercados internacionales.

El fenómeno aludido ha impactado de manera importante a la inflación en México que, por su menor tamaño, no puede afectar los precios de estos bienes en los mercados de bienes internacionales. En particular, el alza en las cotizaciones de diversas materias primas ha implicado fuertes presiones sobre los costos de producción en nuestra economía, por lo que se les conoce como choques de oferta. Dichos choques se han traspasado a los precios de diferentes genéricos incluidos en el INPC. Los mayores impactos se han presentado en el componente no subyacente de la inflación general, así como en el grupo de alimentos del subíndice de precios subyacente de las mercancías. Por lo que toca al primer grupo, destacan las alzas en los precios de los productos pecuarios y de los bienes administrados. En cuanto al segundo, debe señalarse que una amplia gama de genéricos se ha visto afectada. A su vez, todo ello se vio agravado al revertirse durante el tercer trimestre las reducciones en los precios de las frutas y verduras observadas durante el primer semestre, debido, en gran parte, a los problemas climáticos que afectaron la producción de diversos

perecederos. Con ello, el comportamiento de dicho subíndice dejó de atenuar el efecto alcista de las perturbaciones externas referidas.

En suma, las perturbaciones de oferta que han incidido sobre el INPC han sido más numerosas y de mayor magnitud e intensidad que las previstas a principios del año. Además, se han presentado en un número mayor de genéricos que en años anteriores. Dada la naturaleza de estos choques, deberían de afectar a la inflación únicamente de manera temporal. Sin embargo, en virtud del elevado nivel que ha alcanzado la inflación general, estas perturbaciones ya han repercutido adversamente sobre las expectativas de inflación. La fase del ciclo por la que actualmente atraviesa la economía posiblemente ha facilitado este deterioro.

Ante este entorno, donde la inflación actual y las perspectivas inflacionarias han venido situándose en niveles que exceden la meta de inflación establecida por el Banco de México, el Instituto Central ha adoptado diversas medidas para restringir la postura de política monetaria con el objetivo de evitar que se contaminen las negociaciones salariales y, por tanto, el proceso general de determinación de precios en la economía. Asimismo, ha comunicado al público que mantendrá un sesgo restrictivo en la conducción de la política monetaria en tanto no cedan las presiones sobre la inflación y sus expectativas. Con ello, la Junta de Gobierno del Banco de México reitera su intención a fin de lograr, a la brevedad, que la trayectoria de la inflación converja nuevamente hacia su meta de 3 por ciento.

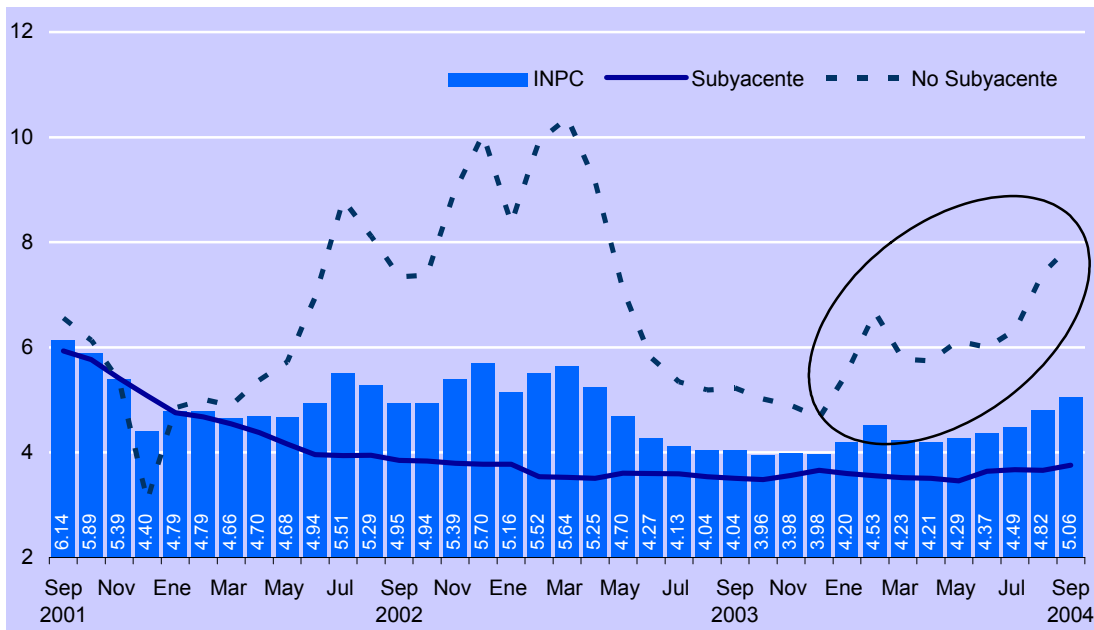
## II. Informe sobre la Inflación Julio - Septiembre 2004

### II.1. Evolución Reciente de la Inflación

La inflación general anual al finalizar el tercer trimestre de 2004 se situó en 5.06 por ciento, mientras que la inflación subyacente anual lo hizo en 3.76 por ciento. El primero de estos resultados fue superior en 1.08 puntos porcentuales al que se observó al cierre del 2003 y, el segundo, fue 0.10 puntos mayor (Gráfica 1).

**Gráfica 1 Índice Nacional de Precios al Consumidor, Índices de Precios Subyacente y No Subyacente**

Variación anual en por ciento



La presión que ha ejercido el componente no subyacente del INPC sobre la inflación general ha sido recurrente durante este año, acentuándose durante el tercer trimestre. La diferencia de 1.08 puntos porcentuales entre la inflación general anual en septiembre de 2004 y la registrada al cierre de 2003, se explica en un 92.6% (1 punto porcentual) por una mayor tasa de variación anual del componente no subyacente (Cuadro 1). En dicho periodo, la contribución del subíndice de productos agropecuarios al referido

aumento de la inflación fue de 0.51 puntos porcentuales, mientras que la del de administrados y concertados fue de 0.53 puntos. Por otra parte, la aportación del componente subyacente al referido aumento de la inflación fue reducida (0.08 puntos).

En el transcurso de este año las principales presiones sobre los precios han provenido del alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas (Recuadro 1). Esta situación se vio agravada durante el tercer trimestre al revertirse las reducciones en los precios de las frutas y verduras registradas en el primer semestre. En este contexto, es importante destacar los siguientes puntos: primero, el alza en las cotizaciones internacionales de diversos bienes primarios ha venido repercutiendo en una mayor inflación en un número considerable de países; segundo, la posibilidad de que se presentara un aumento importante en los precios de las frutas y verduras en México ya se había anticipado en el Informe sobre la Inflación del trimestre anterior, dado que inusualmente dichos perecederos habían registrado variaciones mensuales negativas durante seis meses consecutivos.

Los precios de las materias primas que se han destacado por presentar presiones alcistas pertenecen a los siguientes grupos: alimentos, energéticos y productos metálicos. Ello se ha debido, fundamentalmente, a la expansión de la demanda por estos productos a nivel mundial y a que la ampliación de la producción de algunos de estos bienes se caracteriza por ser relativamente lenta.

Si bien en el Informe sobre la Inflación previo se había señalado la posibilidad de que algunas de las cotizaciones de las materias primas podrían eventualmente estabilizarse, sólo algunos de estos precios, entre ellos los de los granos y cereales, disminuyeron durante el tercer trimestre del año. No obstante, en México este efecto todavía no se traduce en una desaceleración del ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos que utilizan este tipo de materias primas como insumos.

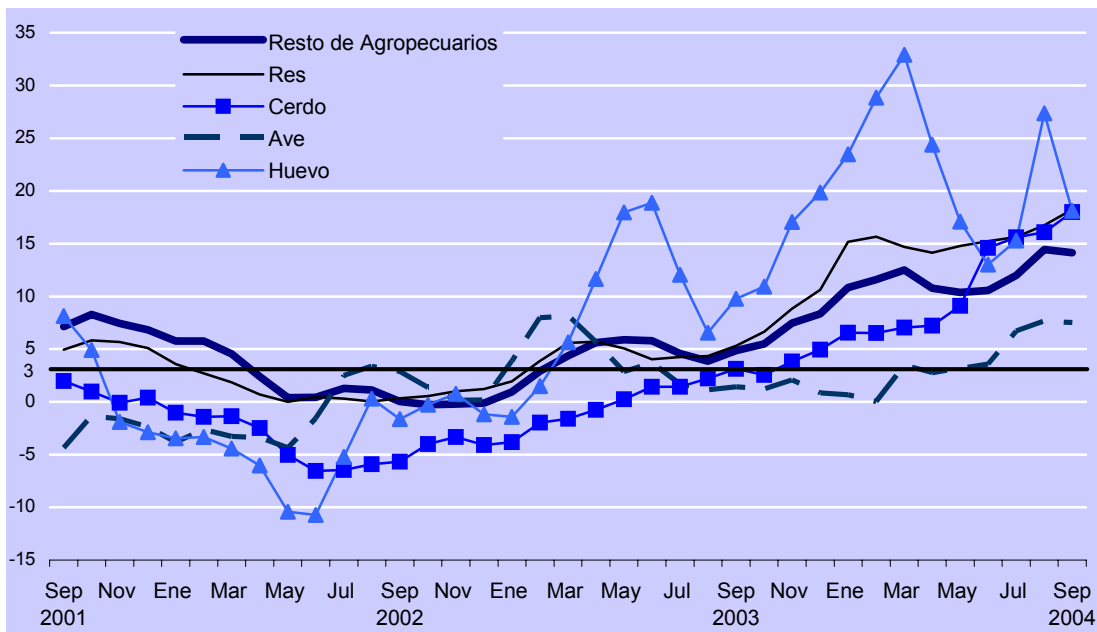
## **II.1.1. Índice de Precios No Subyacente**

### **II.1.1.1. Subíndice de Precios de Bienes Agropecuarios**

La mayor contribución del subíndice de los productos agropecuarios a la inflación general durante 2004 proviene principalmente del alza de los precios de las carnes de res, cerdo y ave, y del huevo (Gráfica 2). Las cotizaciones internacionales de

los productos cárnicos han registrado aumentos significativos ante la mayor demanda global por dichos bienes. Adicionalmente, en el caso de la carne de res, las cotizaciones fueron afectadas también por una disminución considerable de la producción a nivel mundial, ante la imposición de medidas fitosanitarias en los principales mercados internacionales. Ello se tradujo en mayores precios de la carne de cerdo por el efecto sustitución que existe entre ellas. En adición, los precios de los alimentos para ganado bovino, cerdo y ave, que se producen con diversos granos, presentaron incrementos significativos a lo largo del último año que apenas comienzan a moderarse. Esto implicó una presión de costos sobre los precios de dichos cárnicos y del huevo (Gráfica 3).

**Gráfica 2** **Índices de Precios de Productos Agropecuarios**  
Variación anual en por ciento



**Cuadro 1 Contribución a la Inflación General Anual de Subíndices de Precios**  
Puntos porcentuales

	Sep-2003	Dic-2003	Mar-2004	Jun-2004	Sep-2004	Diferencia <sup>1/</sup>
	Sep-2002	Dic-2002	Mar-2003	Jun-2003	Sep-2003	(e-b)
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	
<b>INPC</b>	<b>4.04</b>	<b>3.98</b>	<b>4.23</b>	<b>4.37</b>	<b>5.06</b>	<b>1.08</b>
<b>Subyacente</b>	<b>2.43</b>	<b>2.51</b>	<b>2.42</b>	<b>2.52</b>	<b>2.59</b>	<b>0.08</b>
<b>Mercancías</b>	<b>0.83</b>	<b>0.95</b>	<b>1.00</b>	<b>1.18</b>	<b>1.38</b>	<b>0.43</b>
Alimentos	0.59	0.68	0.74	0.85	1.02	0.34
Resto	0.24	0.27	0.26	0.33	0.36	0.09
<b>Servicios</b>	<b>1.59</b>	<b>1.56</b>	<b>1.41</b>	<b>1.33</b>	<b>1.21</b>	<b>-0.35</b>
Vivienda	0.79	0.73	0.71	0.74	0.70	-0.03
Resto	0.80	0.83	0.70	0.59	0.51	-0.32
<b>No Subyacente</b>	<b>1.61</b>	<b>1.47</b>	<b>1.82</b>	<b>1.85</b>	<b>2.47</b>	<b>1.00</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>0.44</b>	<b>0.31</b>	<b>0.54</b>	<b>0.26</b>	<b>0.82</b>	<b>0.51</b>
<b>Frutas y Verduras</b>	<b>0.21</b>	<b>-0.09</b>	<b>-0.07</b>	<b>-0.25</b>	<b>0.14</b>	<b>0.22</b>
Jitomate	0.22	0.00	-0.07	-0.08	0.07	0.07
Resto <sup>2/</sup>	-0.01	-0.09	0.00	-0.17	0.06	0.15
<b>Resto de Agropecuarios</b>	<b>0.23</b>	<b>0.40</b>	<b>0.61</b>	<b>0.51</b>	<b>0.68</b>	<b>0.29</b>
Carne de Res	0.12	0.23	0.33	0.34	0.40	0.17
Carne de Ave	0.02	0.01	0.04	0.04	0.09	0.08
Huevo	0.06	0.12	0.19	0.08	0.11	0.00
Resto <sup>3/</sup>	0.04	0.04	0.05	0.06	0.08	0.04
<b>Administrados y Concertados</b>	<b>0.69</b>	<b>0.69</b>	<b>0.83</b>	<b>1.12</b>	<b>1.22</b>	<b>0.53</b>
<b>Administrados</b>	<b>0.51</b>	<b>0.51</b>	<b>0.44</b>	<b>0.67</b>	<b>0.76</b>	<b>0.25</b>
Gasolina bajo octanaje	0.09	0.14	0.10	0.21	0.13	-0.01
Gasolina alto octanaje	0.02	0.01	0.02	0.04	0.04	0.03
Electricidad	0.08	0.20	0.18	0.21	0.29	0.09
Gas LP	0.33	0.16	0.13	0.22	0.30	0.14
<b>Concertados</b>	<b>0.18</b>	<b>0.18</b>	<b>0.39</b>	<b>0.45</b>	<b>0.45</b>	<b>0.28</b>
Colectivo	0.01	0.02	0.19	0.24	0.24	0.23
Taxi	0.02	0.02	0.04	0.05	0.05	0.03
Resto <sup>4/</sup>	0.15	0.14	0.16	0.17	0.16	0.02
<b>Educación</b>	<b>0.48</b>	<b>0.47</b>	<b>0.45</b>	<b>0.47</b>	<b>0.44</b>	<b>-0.03</b>

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

2/ Incluye el resto de frutas y verduras.

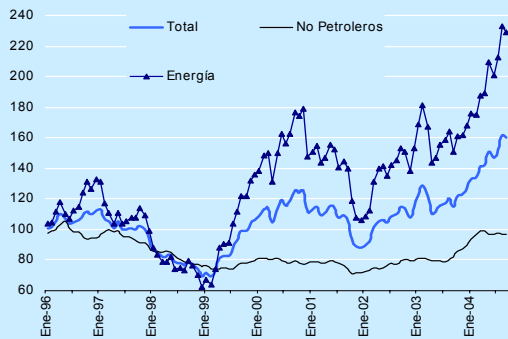
3/ Incluye carne de pescado, de cerdo y otras carnes.

4/ Incluye derechos por suministro de agua, impuesto predial, servicios de telefonía, aceites, transporte foráneo y urbano, cuotas de licencias, estacionamiento, transporte eléctrico, tenencia de automóvil y cuotas de autopistas.

### Recuadro 1 Acontecimientos Recientes en el Mercado de Productos Primarios

Los precios de los productos primarios han registrado incrementos importantes desde 2003, lo que ha reflejado en gran medida la tendencia alcista de los precios de los energéticos. El índice de precios de los productos primarios excluyendo a los energéticos publicado por el FMI, también se incrementó de forma marcada durante el segundo semestre del 2003 y hasta el mes de abril de 2004. En los últimos meses, éste se ha estabilizado en un nivel similar al observado hace siete años. No obstante, el comportamiento reciente del índice general no permite identificar las disparidades existentes en el comportamiento de los rubros que lo componen. Además, al compararlos con el mismo periodo del año anterior, los precios de los productos primarios no petroleros siguen mostrando tasas de crecimiento elevadas. En el repunte de los precios de los productos primarios ha influido la mayor demanda global de dichos bienes y, en particular, la proveniente de China y otros países asiáticos.

**Gráfica 1**  
Evolución de los Índices de Precios de Productos Primarios  
Índice, 1995=100



Fuente: IMF, Commodities Unit of the Research Department.

**Cuadro 1**  
Índice de Precios de Productos Primarios  
Variación en por ciento

	I-2004	II-2004	III-2004
<b>Total (100.0)</b>			
Variación anual	9.3	30.2	34.7
Variación trimestral anualizada	45.4	34.4	35.5
<b>Energía (47.8)</b>			
Variación anual	4.0	34.5	42.7
Variación trimestral anualizada	44.3	53.7	60.6
<b>Total No Petroleros (52.2)</b>			
Variación anual	19.6	22.9	20.2
Variación trimestral anualizada	47.4	5.4	-3.4
<b>Alimentos (21.7)</b>			
Variación anual	16.1	21.4	15.8
Variación trimestral anualizada	35.0	13.0	-20.6
<b>Bebidas (3.1)</b>			
Variación anual	-6.4	-1.6	7.8
Variación trimestral anualizada	30.6	-16.3	27.2
<b>Materias Primas Agrícolas (11.3)</b>			
Variación anual	5.1	8.2	8.3
Variación trimestral anualizada	10.1	3.1	9.0
<b>Metales (16.1)</b>			
Variación anual	40.3	39.9	36.7
Variación trimestral anualizada	100.1	0.7	11.5

Las cifras en paréntesis son los ponderadores que se asignan a los rubros correspondientes en el cálculo del índice de precios de productos primarios. Fuente: IMF, Commodities Unit of the Research Department.

Durante el tercer trimestre de 2004 el índice de precios de los productos primarios continuó en aumento, debido principalmente a los incrementos en los precios del petróleo. Por su parte, el índice excluyendo a los energéticos disminuyó ligeramente respecto a su valor en el trimestre anterior. Este comportamiento

no fue generalizado entre los distintos rubros que integran el índice. El descenso se explica por la evolución de los precios de los alimentos, que han reflejado las buenas cosechas en Estados Unidos. Por otra parte, los precios de algunos alimentos, como los de origen pecuario, siguieron mostrando, durante el tercer trimestre, tasas de crecimiento elevadas.

**Cuadro 2**  
Precios de Productos Primarios: Alimentos  
Variación en por ciento

	I-2004	II-2004	III-2004
<b>Alimentos (41.5)</b>			
Variación anual	16.1	21.4	15.8
Variación trimestral anualizada	35.0	13.0	-20.6
<b>Cereales (11.6)</b>			
Variación anual	10.6	18.2	6.3
Variación trimestral anualizada	31.9	14.9	-38.9
<b>Aceites vegetales (9.9)</b>			
Variación anual	37.8	28.6	8.5
Variación trimestral anualizada	49.8	-20.3	-51.0
<b>Carne (7.0)</b>			
Variación anual	17.3	26.7	27.5
Variación trimestral anualizada	14.6	54.2	30.5
<b>Pescados y mariscos (7.3)</b>			
Variación anual	-0.4	5.7	14.3
Variación trimestral anualizada	21.7	11.8	-11.6
<b>Otros (5.7)</b>			
Variación anual	3.1	23.2	31.7
Variación trimestral anualizada	59.4	45.3	29.2

Las cifras en paréntesis son los ponderadores que se asignan a los rubros correspondientes en el cálculo del índice de precios de productos primarios no petroleros. Fuente: IMF, Commodities Unit of the Research Department

Las cotizaciones de otros productos primarios no petroleros han continuado aumentando de manera importante. Por ejemplo, la combinación de bajos niveles de inventarios y una demanda robusta, contribuyeron al crecimiento de los precios de los metales en los últimos meses. Ahora bien, así como el fuerte crecimiento de la demanda en países como China explican en buena medida el alza de los precios de diversos productos primarios no petroleros, sería de esperarse que, de materializarse las expectativas de una desaceleración en las economías de estos países, se redujeran las presiones sobre los precios de estos bienes.

**Gráfica 2**  
Precios del Petróleo durante 2004 \*/  
Dólares por barril



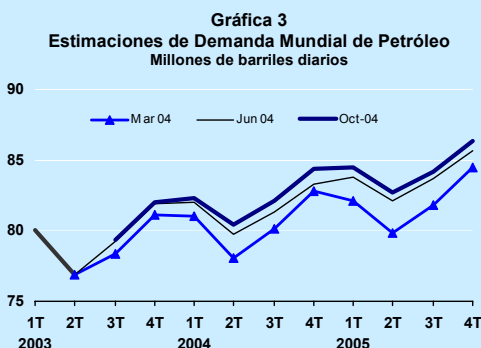
\*/ Al 21 de octubre. Fuente: Bloomberg.

El aspecto más destacado en los mercados de productos primarios durante el tercer trimestre de 2004 fue la trayectoria de las cotizaciones internacionales del petróleo. Los precios del crudo alcanzaron nuevos máximos históricos en ese periodo (en términos nominales), a pesar del fuerte aumento en los niveles de producción de la OPEP. El precio del WTI alcanzó cifras cercanas a los 50 dólares por barril al cierre del tercer trimestre,



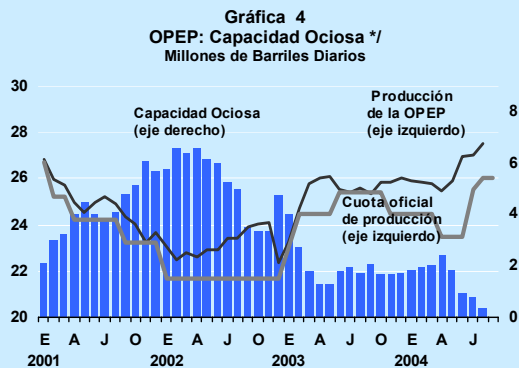
13 dólares por arriba del nivel observado al concluir el segundo trimestre y 17 dólares por encima del registrado a finales de 2003.

Este comportamiento obedece a una combinación de factores. Por una parte, la demanda de petróleo, especialmente la proveniente de países como China, India y Estados Unidos, ha mostrado una fuerte expansión. Además, en la trayectoria reciente de los precios del crudo también han influido factores por el lado de la oferta. La decisión de la OPEP en el mes de junio pasado de incrementar sus cuotas de producción en 2.0 millones de barriles diarios a partir de julio y en 0.5 millones adicionales a partir de agosto, hasta un nivel de 26.0 millones de barriles diarios de petróleo, logró atenuar la tendencia alcista en los precios. Si bien el volumen de producción de la OPEP se situó muy por encima de esos niveles, esta acción propició que los participantes del mercado percibieran una mayor disposición del cártel a mantener un nivel de producción elevado, con el fin de cubrir el crecimiento de la demanda y permitir una gradual recuperación en los inventarios de petróleo y gasolina.



Fuente: Perspectivas de Corto Plazo. Diciembre de 2003 y marzo, junio y octubre de 2004. Departamento de Energía de Estados Unidos.

Los precios del crudo repuntaron nuevamente desde mediados de julio, en parte debido a los temores de un posible desabasto por la disminución de la capacidad de producción ociosa de la OPEP. De acuerdo con la Agencia Internacional de Energía, en agosto pasado dicha capacidad (excluyendo a Irak) era cercana a 0.3 millones de barriles diarios (equivalente a menos del 1 por ciento de la demanda mundial de petróleo estimada para 2004), cifra que se compara con la de más de 6 millones de barriles diarios existente a principios de 2002. A lo anterior se sumaron los efectos de la disminución de los niveles de producción de países no-miembros de la OPEP, como Estados Unidos y Gran Bretaña, y de nuevas tensiones geopolíticas en algunos países productores, en particular en Irak, Nigeria, Venezuela y Rusia.

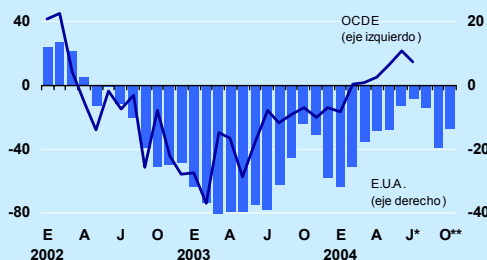


\*/ Excluyendo a Irak. Fuente: Agencia Internacional de Energía.

La gradual recuperación en los inventarios de petróleo crudo en los países de la OCDE y el significativo repunte de los

inventarios de gasolina en el mercado norteamericano disminuyeron los posibles temores de desabasto de crudo, induciendo una reducción temporal en los precios del petróleo a finales de agosto y principios de septiembre. Esta tendencia fue apoyada por una contracción en las posiciones netas largas asumidas por los agentes no comerciales.<sup>1</sup> Sin embargo, los precios volvieron a repuntar a mediados de septiembre, al registrarse una nueva caída en los inventarios y en la producción de crudo en Estados Unidos, debido entre otros factores al cierre temporal de operaciones por el paso de varios huracanes por el Golfo de México. En un intento por tranquilizar a los mercados, la OPEP anunció a mediados de septiembre un incremento de 1 millón de barriles diarios en su cuota de producción, a 27.0 millones de barriles diarios a partir de noviembre.

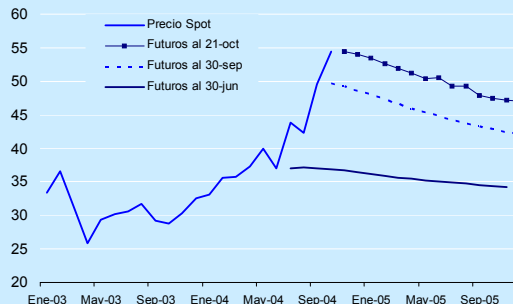
Gráfica 5  
Inventarios de Crudo  
Desviación con Respecto a su Promedio de 5 Años Previos,  
Millones de Barriles



\*/ El dato de la OCDE es estimado.  
\*\*/ El dato para E.U.A. es al 15 de octubre de 2004.  
Fuentes: Departamento de Energía de Estados Unidos y OCDE.

Los mercados de futuros continúan sugiriendo que los precios del crudo se mantendrán elevados en lo que resta de 2004 (por arriba de los 50 dólares por barril en el caso del WTI). Esto obedece a que no se percibe un aumento significativo en la capacidad de producción ociosa, a que existe el riesgo de interrupciones en la oferta derivadas de la difícil situación geopolítica a nivel mundial y a que persiste la incertidumbre sobre la evolución de la demanda. Aunque la OPEP espera que su capacidad de producción aumente en aproximadamente 1 millón de barriles diarios en lo que resta de 2004, como resultado principalmente de proyectos de expansión en Arabia Saudita, Kuwait y los Emiratos Árabes Unidos, la capacidad ociosa podría continuar registrando niveles bajos como resultado del aumento estacional en la demanda que suele observarse en el último trimestre del año.

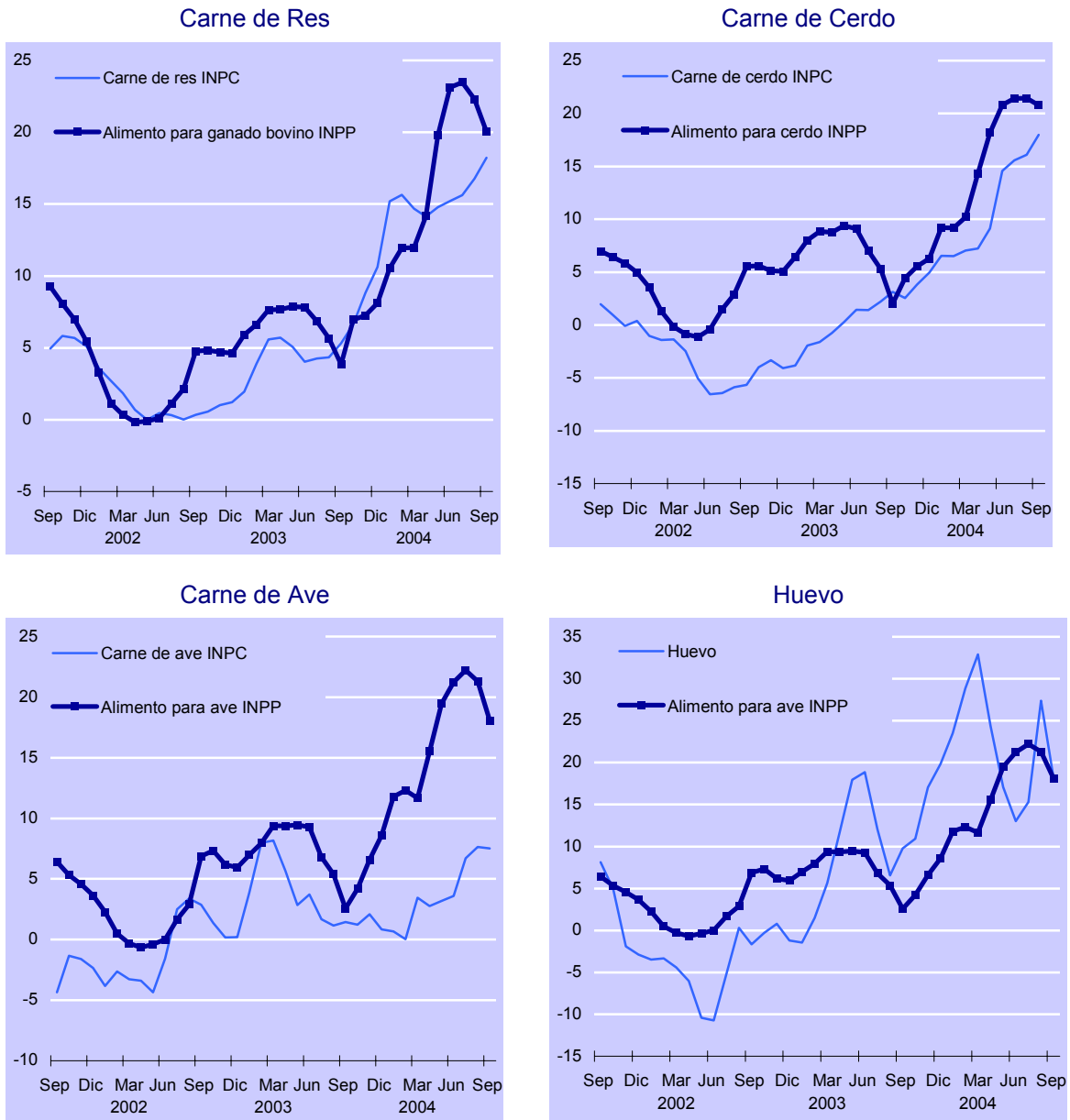
Gráfica 6  
Precios del Petróleo WTI  
Dólares por barril



Fuente: Bloomberg.

<sup>1</sup> Los contratos con posiciones netas largas pasaron de cerca de 83 mil el 17 de agosto pasado a alrededor de 61 mil el 19 de octubre. Sin embargo, el máximo histórico se alcanzó el 23 de marzo pasado con alrededor de 136 mil contratos.

**Gráfica 3** **Índices de Precios de Productos Pecuarios Seleccionados**  
Variación anual en por ciento



### II.1.1.2. Subíndice de Precios de Bienes Administrados y Concertados

La trayectoria ascendente que ha presentado durante este año la tasa de variación anual del subíndice de administrados y concertados es otro factor que ha incidido significativamente en la trayectoria de la inflación general durante 2004.

- (a) En lo que respecta al grupo de los concertados, la mayor contribución se debe principalmente al incremento en las

tarifas de transporte público que tuvieron lugar en el Distrito Federal y en el Estado de México durante el primer trimestre del año (Gráfica 4 y Gráfica 5).

- (b) En el grupo de los administrados destaca el alza en las cotizaciones de la electricidad y del gas para uso doméstico, cuyas tasas de variación anual se incrementaron respectivamente en 5.64 y 6.53 puntos porcentuales, en el lapso comprendido entre diciembre de 2003 y septiembre de 2004 (Gráfica 6). En cuanto a la electricidad, sobresale el aumento de las tarifas de alto consumo, las cuales se actualizan conforme a referencias asociadas indirectamente a los precios internacionales de los energéticos y del acero.<sup>1</sup> El resto de las tarifas residenciales también han registrado incrementos considerables, aumentando en 0.469 por ciento mensualmente durante 2004. Por otra parte, el incremento mensual promedio del gas para uso doméstico fue 1.37 por ciento durante este año.
- (c) El alto nivel que han alcanzado los precios de los energéticos en los mercados internacionales no sólo ha impactado a los bienes y servicios administrados, sino también a los precios y tarifas de algunos bienes y servicios que los emplean como insumos. En particular, el alza de la turbosina ha afectado los costos del transporte aéreo, cuya tasa de variación anual se situó en septiembre de 2004 en 10.66 por ciento, mientras que al cierre del año previo fue 5.61 por ciento.

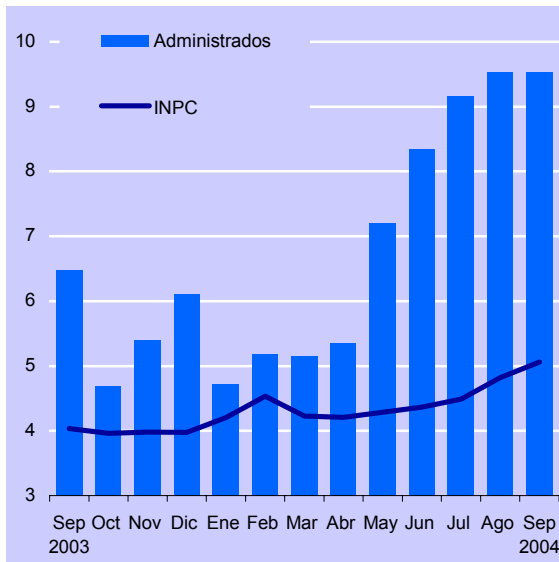
---

<sup>1</sup> Las tarifas eléctricas residenciales de alto consumo se actualizan mensualmente de acuerdo al siguiente factor:  $F = 0.8 \cdot \text{TIP} + 0.2 \cdot \text{TCC}$ . El primer término de la ecuación (TIP), se compone de tres subíndices del Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) que se promedian aritméticamente, y son: Maquinaria y Equipo, Industrias Metálicas Básicas y, Otras Industrias Manufactureras. El segundo término (TCC), representa el costo de los precios de los combustibles que se utilizan para la generación de electricidad, éstos son: combustóleo importado y nacional; gas natural; diesel industrial y; carbón importado y nacional.

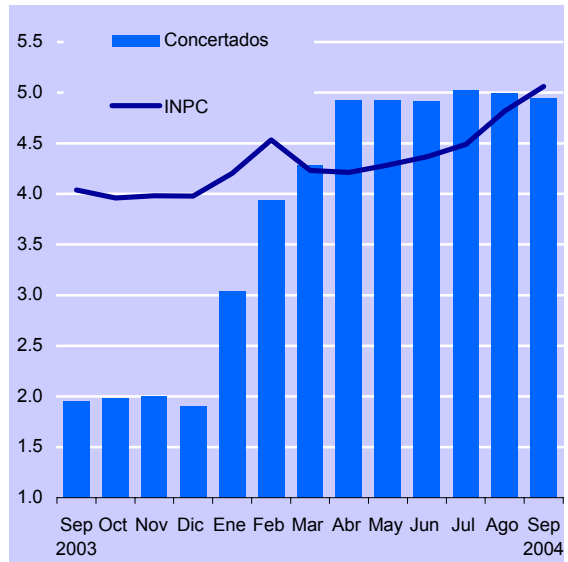
**Gráfica 4 Índice de Precios Administrados y Concertados**

Variación anual en por ciento

a) Administrados

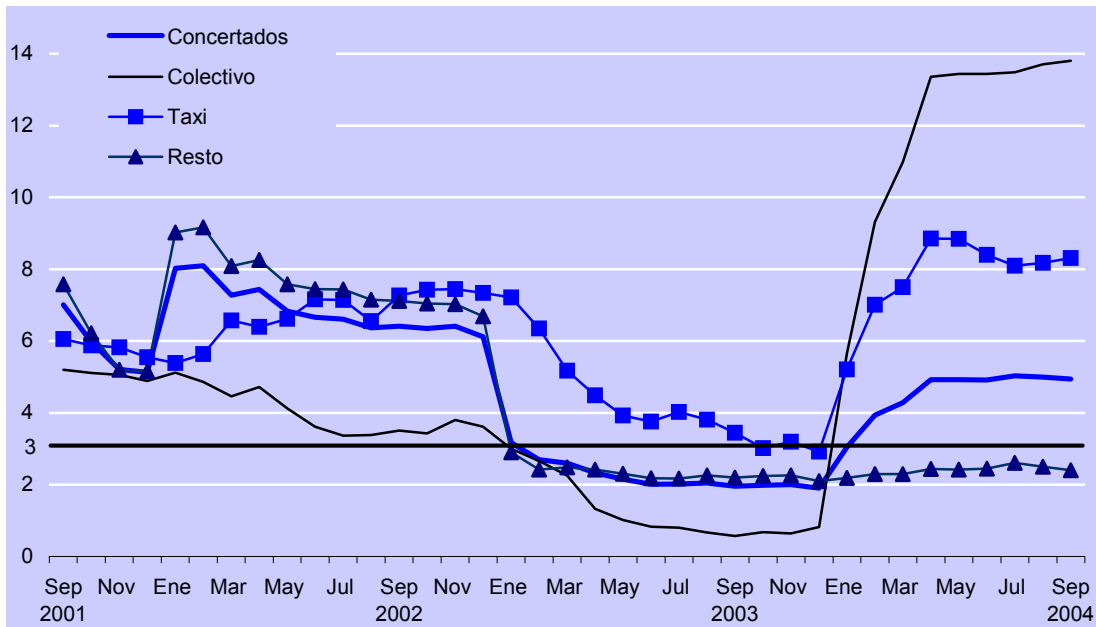


b) Concertados



**Gráfica 5 Componentes del Índice de Precios Concertados**

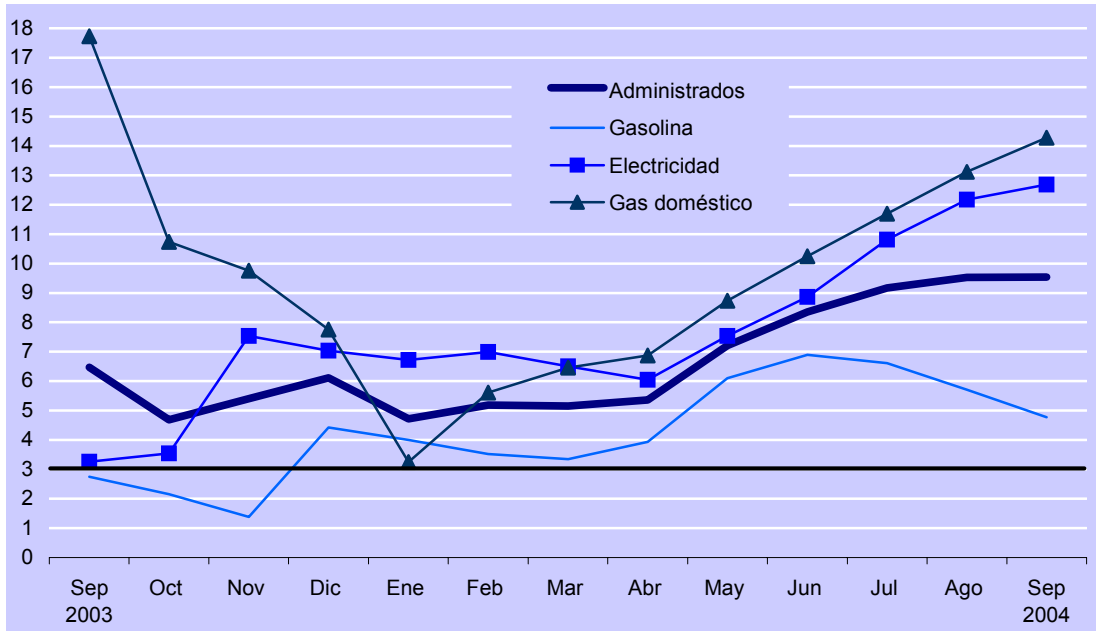
Variación anual en por ciento



**Gráfica 6**

**Componentes del Índice de Precios Administrados**

Variación anual en por ciento



**II.1.1.3. Consideraciones Adicionales**

En suma, durante 2004, se ha experimentado un gran número de perturbaciones de oferta que han incidido sobre la inflación no subyacente (Cuadro 2). Los impactos han sido recurrentes y de magnitud considerable. Claramente, por la naturaleza misma de estas perturbaciones, las presiones inflacionarias resultantes deberían ser de carácter temporal. Esto es, en la medida en que se establezcan las cotizaciones internacionales de las referidas materias primas, como ha empezado a ocurrir en el caso de algunos granos, comenzarán a ceder las presiones alcistas que han incidido sobre la inflación general.

**II.1.2. Índice de Precios Subyacente**

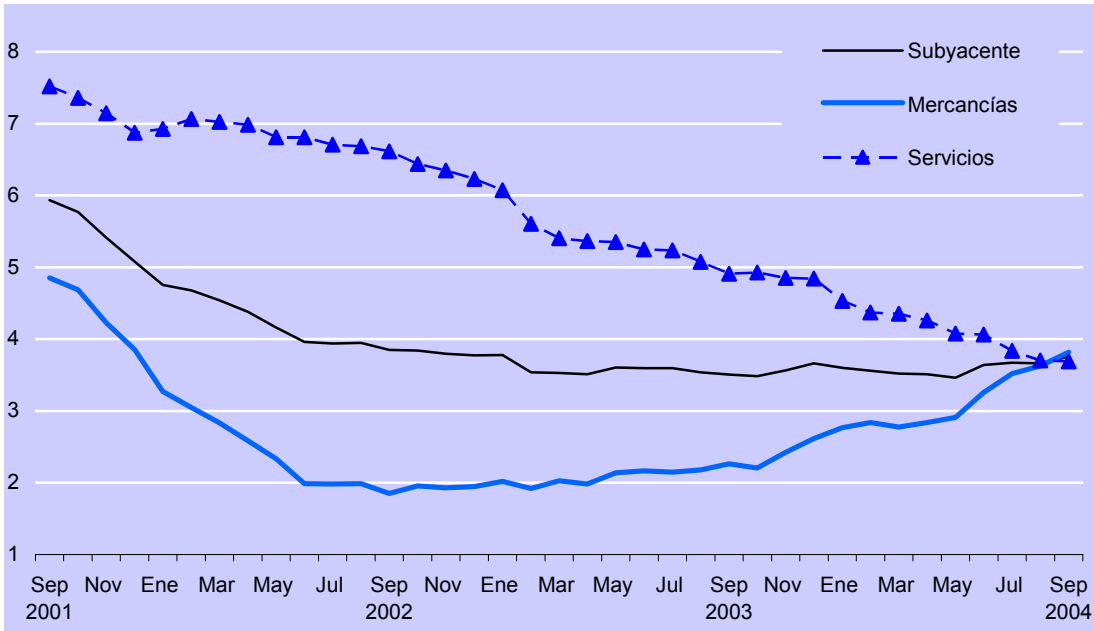
Entre diciembre de 2003 y septiembre de 2004 la inflación subyacente anual aumentó 0.10 puntos porcentuales. Este incremento se concentró en el tercer trimestre del año. El resultado fue producto de dos trayectorias divergentes. Por un lado, el alza de la variación anual de las mercancías y, por otro, la disminución de la tasa correspondiente a los servicios, que contrarrestó parcialmente el referido efecto alcista (Gráfica 7). En lo que respecta al primero de estos subíndices, el resultado ha sido consecuencia principalmente de la elevación de los precios internacionales de diversas materias primas que se utilizan como

insumos para la elaboración de un número importante de alimentos procesados. Cabe destacar que este fenómeno también se ha observado en otros países (Recuadro 2). En particular, la aportación al incremento de la inflación general del componente de alimentos del subíndice subyacente de las mercancías fue de 0.34 puntos porcentuales entre el cierre del año previo y el del tercer trimestre de 2004. En contraste, en el mismo periodo el subíndice subyacente de los servicios presentó una reducción en su contribución a la inflación general de 0.35 puntos. En ello destacó la menor variación anual de los servicios distintos a la vivienda. Por otra parte, los servicios de vivienda tuvieron un menor ritmo de descenso debido a la elevación de los costos de la construcción durante el primer semestre del año, particularmente asociado al aumento de los precios de diversos productos metálicos (Gráfica 8).

**Cuadro 2** **Diversas Perturbaciones de Oferta que Incidieron sobre el Índice No Subyacente en 2004**

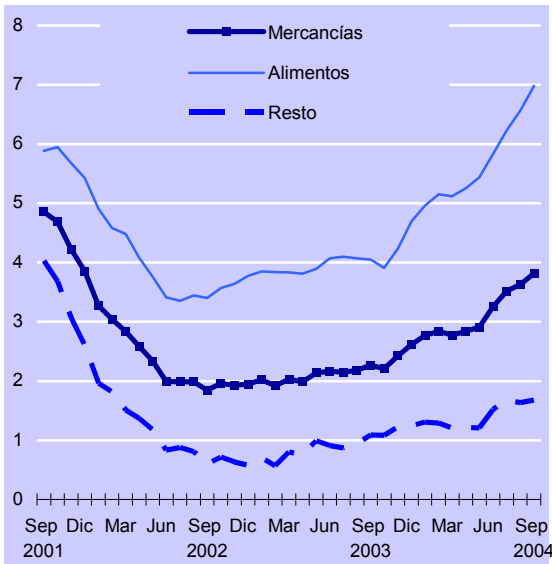
Enero	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Restricciones a la importación de carne de res debido a la aparición de casos de encefalopatía espongiforme bovina en EEUU.</li> <li>• Incremento al impuesto predial en varias ciudades.</li> <li>• Aumento en los derechos por suministro de agua en diversas ciudades.</li> <li>• Elevación en las tarifas de colectivo y taxi en el Distrito Federal.</li> <li>• Incremento mensual en el gas LP superior al que sería congruente con la meta de inflación.</li> <li>• Aumento significativo en el precio de la gasolina de alto octanaje; además, inicia ciclo de incrementos en los precios de las gasolinas en las ciudades fronterizas que persiste durante el primer semestre del año.</li> </ul>
Febrero	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Restricciones a la importación de carne de pollo, huevo fértil y huevo debido a los casos de influenza aviar que se presentaron en EEUU.</li> <li>• Incrementos en los precios internacionales del acero.</li> </ul>
Marzo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Incremento en las tarifas de colectivo y taxi en el Estado de México.</li> </ul>
Abril	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Alza en las tarifas eléctricas de alto consumo, cuya actualización depende parcialmente de algunos subíndices del INPP relacionados con el acero, con un rezago de dos meses.</li> </ul>
Mayo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aumento en el precio de la carne de cerdo asociado a un efecto sustitución con la carne de res, y al incremento en el precio de los alimentos para bovinos y porcinos.</li> <li>• Aumento adicional en la variación mensual del gas LP, que se ha mantenido hasta septiembre.</li> </ul>
Junio	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Significativo incremento adicional en la gasolina de alto octanaje.</li> </ul>
Julio	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El subíndice de frutas y verduras comienza a registrar tasas de variación mensuales positivas, en tanto que había mostrado tasas negativas durante todo el primer semestre.</li> </ul>
Agosto	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fuerte aumento en el precio del huevo consecuencia de mayores costos de producción.</li> <li>• Elevación en los precios del jitomate debido a una reducción en la producción asociada a condiciones climáticas desfavorables.</li> </ul>
Septiembre	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se acentúa el incremento en los precios del jitomate y el efecto se extiende a otros cultivos como la cebolla y la naranja, ante la persistencia de condiciones climáticas desfavorables.</li> </ul>

**Gráfica 7** **Índice de Precios Subyacente**  
Variación anual en por ciento

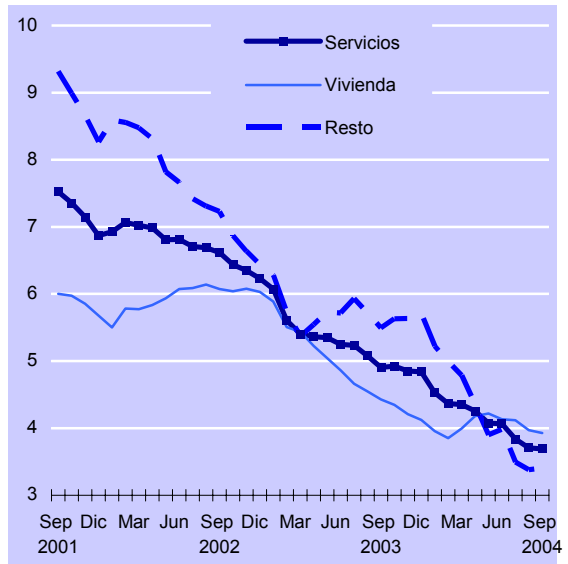


**Gráfica 8** **Índice Subyacente de las Mercancías y de los Servicios**  
Variación anual en por ciento

a) Mercancías



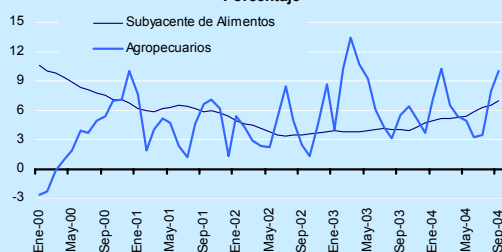
b) Servicios



## Recuadro 2 Relación Entre la Inflación de Alimentos en México y en Estados Unidos y el Tipo de Cambio Nominal

Entre 2003 y lo que va de 2004, la variación de los precios de los alimentos en México, medida tanto con el crecimiento del índice de precios subyacente de alimentos, como con el del índice de precios no subyacente de bienes agropecuarios, mostró una tendencia positiva (ver Gráfica 1). Dado que los alimentos son productos susceptibles de ser comerciados entre México y Estados Unidos, las posibilidades de arbitraje internacional deberían conducir a que se cumpla la “ley de un precio” para estos productos; es decir, los precios en México (en pesos) deberían ser iguales al producto de los precios en Estados Unidos (en dólares) y el tipo de cambio nominal. Así, sería de esperarse que, en el largo plazo, la inflación de alimentos en México responda uno a uno a cambios en la inflación de dichos productos en Estados Unidos y a cambios en la tasa de depreciación del peso.

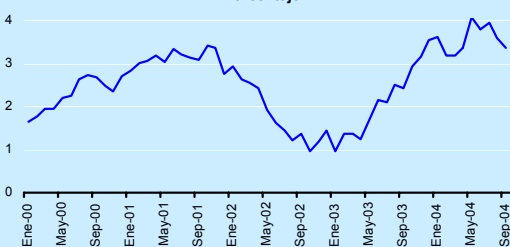
**Gráfica 1**  
Variación Anual de Precios de Alimentos en México  
Porcentaje



Fuente: Banco de México.

Por diversas razones, la ley de un precio podría dejar de cumplirse de una manera estricta. Entre otras, es posible mencionar la existencia de costos de transporte, el hecho de que los productos al consumidor en cada país generalmente tienen un cierto contenido de bienes y servicios no comerciables y la posibilidad de que los productores tengan cierto poder de mercado. La incidencia de algunos de estos factores podría variar a través del tiempo y, en consecuencia, provocar que las respuestas de la inflación de alimentos en México a cambios en la inflación internacional de estos productos o a la tasa de depreciación del peso sean de magnitud diferente a lo descrito anteriormente. No obstante, aun en este caso es de esperarse que, en el largo plazo, los determinantes fundamentales de la evolución de los precios de alimentos en México sean los precios internacionales de dichos productos y el tipo de cambio nominal.

**Gráfica 2**  
Variación Anual de Precios de Alimentos en Estados Unidos  
Porcentaje

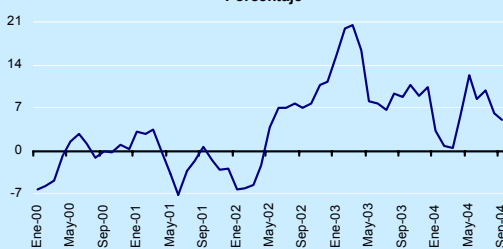


Fuente: Bureau of Labor Statistics

En este contexto, la evolución reciente de la inflación de alimentos en México podría ser reflejo de un aumento en la inflación internacional de este tipo de productos o de un incremento en la tasa de depreciación del tipo de cambio. En efecto, como puede apreciarse en las Gráficas 2 y 3, en 2003 y 2004 se observó tanto un aumento en la inflación de alimentos en

Estados Unidos, como una mayor tasa de depreciación de la moneda mexicana. En principio, ambos fenómenos pudieron haber influido sobre los precios de los alimentos en México.

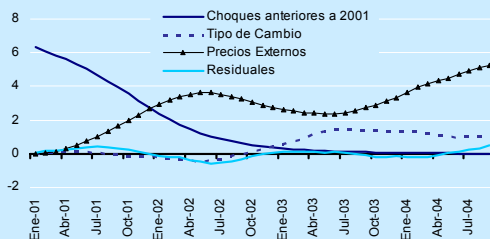
**Gráfica 3**  
Tasa de Depreciación Anual del Tipo de Cambio Pesos/Dólar  
Porcentaje



Por lo anterior, se requiere llevar a cabo un análisis más formal para identificar la contribución relativa de cada uno de estos dos choques en el comportamiento reciente de la inflación de alimentos en México. Para ello, se estimó un modelo econométrico que describe la relación que guardan a través del tiempo los precios de alimentos en México, los precios de alimentos en Estados Unidos y el tipo de cambio nominal.<sup>1</sup> El análisis se llevó a cabo tanto de manera particular para el índice de precios subyacente de alimentos, como en general para un índice que incluye, en adición al anterior, a los precios incluidos en el índice de precios no subyacente de bienes agropecuarios (con sus respectivos ponderadores dentro del INPC). Con base en este modelo, se calculó la contribución que, entre 2001 y 2004, tuvieron sobre la inflación de alimentos en México los siguientes cuatro factores: i) choques ocurridos antes de 2001; ii) movimientos del tipo de cambio nominal; iii) el comportamiento de la inflación de alimentos en Estados Unidos; y, iv) factores no explicados por el modelo.

El Cuadro 1 resume los resultados de este análisis. Se presenta la contribución (en puntos de inflación anual y en porcentaje) de cada uno de estos factores sobre la inflación anual promedio de alimentos observada de 2001 a lo que va de 2004. Por su parte, las Gráficas 4 y 5 presentan la contribución a la inflación anual de alimentos que se estima tuvieron durante este periodo los factores analizados.

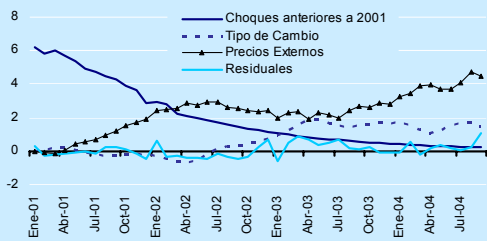
**Gráfica 4**  
Contribución de Diversos Choques a la Inflación Anual  
Subyacente de Alimentos en México  
Puntos de Inflación Anual



<sup>1</sup> Formalmente, se llevó a cabo un análisis de cointegración basado en la estimación de vectores auto-regresivos con mecanismos de corrección de error para estas variables. Esto permite distinguir la relación de largo plazo de la dinámica de corto plazo entre estas variables y evaluar el impacto relativo que han tenido los choques a los precios de alimentos en Estados Unidos y al tipo de cambio nominal sobre el comportamiento reciente de los precios de los alimentos en México.



**Gráfica 5**  
**Contribución de Diversos Choques a la Inflación Anual de Alimentos en México (incluyendo Bienes Agropecuarios)**



Como puede apreciarse, los resultados indican que la inflación de alimentos en Estados Unidos ha sido el factor más importante que ha influido en el comportamiento reciente de la inflación de este tipo de bienes en México. En particular, se encontró que la inflación externa contribuyó con alrededor del 75% de la inflación subyacente de alimentos en México durante 2002-2004, y con más de la mitad del crecimiento del índice que agrupa los precios del índice subyacente de alimentos y los de bienes agropecuarios en el mismo periodo. De hecho, el comportamiento reciente de la inflación externa de alimentos parece explicar en buena medida el incremento que ha registrado la inflación de alimentos en México en lo que va de 2004. La mayor depreciación del tipo de cambio, por su parte, aparentemente explica parte del incremento en la inflación de alimentos en México durante 2003. No obstante, según los resultados, el comportamiento del tipo de cambio contribuyó como máximo con entre un punto y un punto y medio de inflación anual de alimentos en México y su contribución no parece haber aumentado en lo que va de 2004. En efecto, como puede apreciarse en las Gráficas 2 y 3, mientras que en 2004 la inflación de alimentos en Estados Unidos continuó aumentando en relación con lo observado el año anterior, la tasa de

depreciación del tipo de cambio nominal en lo que va de 2004 fue menor a la observada el año anterior (el tipo de cambio del peso respecto al dólar se depreció 11.7% anual promedio en 2003 y en 5.8% anual promedio en enero-septiembre de 2004).

En conclusión, el repunte de la inflación de alimentos en México durante 2004 parece ser, principalmente, atribuible al aumento observado en la inflación internacional de alimentos.

**Cuadro 1**  
**Contribución de la Depreciación del Tipo de Cambio Nominal y de la Inflación en EEUU a la Inflación de Alimentos en México**

Inflación Anual Subyacente de Alimentos en México					
Contribución absoluta (puntos de inflación)					
	Choques anteriores	Tipo de cambio	Precios en EEUU	Residuales	Inflación anual
<b>a 2001</b>					
2001	4.69	-0.02	1.06	0.23	5.97
2002	1.11	-0.14	3.26	-0.29	3.95
2003	0.15	1.21	2.65	0.00	4.01
2004 (ene-sep)	0.02	1.12	4.52	0.07	5.73
Contribución relativa (porcentaje)					
	Choques anteriores	Tipo de cambio	Precios en EEUU	Residuales	Inflación anual
<b>a 2001</b>					
2001	78.57	-0.31	17.83	3.90	100.00
2002	28.12	-3.52	82.67	-7.28	100.00
2003	3.74	30.22	65.97	0.07	100.00
2004 (ene-sep)	0.42	19.58	78.85	1.15	100.00

Inflación Anual de Alimentos en México (incluyendo precios de bienes agropecuarios)					
Contribución absoluta (puntos de inflación)					
	Choques anteriores	Tipo de cambio	Precios en EEUU	Residuales	Inflación anual
<b>a 2001</b>					
2001	4.81	-0.06	0.75	-0.05	5.45
2002	1.87	-0.02	2.60	-0.13	4.31
2003	0.72	1.56	2.37	0.29	4.92
2004 (ene-sep)	0.31	1.47	3.91	0.27	5.96
Contribución relativa (porcentaje)					
	Choques anteriores	Tipo de cambio	Precios en EEUU	Residuales	Inflación anual
<b>a 2001</b>					
2001	88.28	-1.05	13.72	-0.95	100.00
2002	43.28	-0.50	60.27	-3.06	100.00
2003	14.52	31.59	48.07	5.82	100.00
2004 (ene-sep)	5.17	24.66	65.59	4.58	100.00

### II.1.3. Consideraciones por el lado de la Demanda

El gasto interno ha sido impulsado por dos factores concurrentes: una mayor disponibilidad de recursos, derivado de un entorno financiero favorable, y cuantiosos flujos provenientes tanto de los ingresos petroleros, como de las remesas familiares. Al respecto, resulta oportuno advertir que es previsible que de la expansión del gasto se deriven presiones sobre la inflación. Éstas podrían irse presentando en diferentes momentos a lo largo de la recuperación cíclica de la economía, dependiendo del ritmo con el que se vaya estrechando la holgura de la capacidad productiva en los distintos sectores. Asimismo, debe resaltarse que, en general, en un entorno donde la demanda agregada se expande con relativo vigor, se puede facilitar que las perturbaciones de oferta referidas afecten al proceso de formación de expectativas de inflación.

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

---

### **II.2.1. Inflación Anual**

La inflación general anual registró un incremento de 0.69 puntos porcentuales durante el tercer trimestre de 2004. El aumento es atribuible en lo principal al alza de 1.94 puntos que presentó durante dicho periodo la tasa de crecimiento anual del índice no subyacente, explicando 91.3 por ciento de la variación en la inflación general. Al resultado anterior contribuyó de manera importante el alza en los precios de los productos agropecuarios. Por su parte, el índice subyacente tuvo una contribución menor a la elevación de la inflación general, al aumentar 0.12 puntos en el trimestre. Este aumento fue impulsado principalmente por la mayor tasa de variación anual que registró el rubro subyacente que agrupa a los alimentos procesados (Cuadro 3).

El subíndice de productos agropecuarios explicó el 81.2 por ciento de la variación que registró en el trimestre la inflación general anual. La tasa de variación anual de dicho subíndice aumentó 6.75 puntos porcentuales en el periodo referido (Cuadro 3). En el caso de las frutas y verduras, la tasa correspondiente se elevó 11.64 puntos. En contraste, durante el primer semestre registró variaciones negativas, lo que dio lugar a niveles de precios muy bajos que posteriormente se revirtieron ante los problemas climáticos que afectaron a la producción (Gráfica 9). En particular, el jitomate, la naranja y la cebolla destacaron por haber incrementado notablemente sus cotizaciones.

Por su parte, los aumentos de las materias primas en los mercados internacionales continuaron incidiendo sobre el grupo de productos pecuarios. Así, la tasa de crecimiento anual de los precios de estos productos se ubicó en 14.14 por ciento en septiembre de 2004, mientras que en junio de 2004 fue de 10.55 por ciento.

La evolución de los precios administrados durante el tercer trimestre de 2004 fue afectada por el incremento de los precios de los energéticos en los mercados externos de referencia. En dicho periodo, destacó el aumento de la tasa de variación anual de las cotizaciones del gas para uso doméstico y de la electricidad que alcanzaron al cierre 14.28 y 12.68 por ciento, respectivamente.

**Cuadro 3**

**Índices de Precios**

Variación anual y contribución en por ciento

	Jun-2004/ Jun-2003 Variación	Jun-2004/ Jun-2003 Contribución <sup>3/</sup>	Sep-2004/ Sep-2003 Variación	Sep-2004/ Sep-2003 Contribución <sup>3/</sup>	Diferencia en Contribución <sup>3/</sup>
<b>INPC</b>	<b>4.37</b>	<b>4.37</b>	<b>5.06</b>	<b>5.06</b>	<b>0.69</b>
<b>Subyacente</b>	<b>3.64</b>	<b>2.52</b>	<b>3.76</b>	<b>2.59</b>	<b>0.07</b>
<b>Mercancías</b>	<b>3.26</b>	<b>1.18</b>	<b>3.82</b>	<b>1.38</b>	<b>0.19</b>
Alimentos	5.83	0.85	6.98	1.02	0.16
Otras mercancías	1.52	0.33	1.68	0.36	0.03
<b>Servicios</b>	<b>4.07</b>	<b>1.33</b>	<b>3.69</b>	<b>1.21</b>	<b>-0.13</b>
Vivienda	4.13	0.74	3.93	0.70	-0.04
Otros servicios	3.98	0.59	3.40	0.51	-0.09
<b>No Subyacente</b>	<b>5.99</b>	<b>1.85</b>	<b>7.93</b>	<b>2.47</b>	<b>0.63</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>3.24</b>	<b>0.26</b>	<b>9.99</b>	<b>0.82</b>	<b>0.56</b>
<b>Frutas y Verduras</b>	<b>-7.60</b>	<b>-0.25</b>	<b>4.04</b>	<b>0.14</b>	<b>0.39</b>
Jitomate	-17.32	-0.08	12.44	0.07	0.16
Cebolla	-14.73	-0.02	15.85	0.02	0.04
Naranja	-29.38	-0.05	-8.56	-0.01	0.04
Resto <sup>1/</sup>	-3.94	-0.10	2.19	0.05	0.15
<b>Resto de Agropecuarios</b>	<b>10.55</b>	<b>0.51</b>	<b>14.14</b>	<b>0.68</b>	<b>0.17</b>
Carne de Res	15.22	0.34	18.23	0.40	0.07
Carne de Ave	3.59	0.04	7.52	0.09	0.04
Huevo	13.01	0.08	18.10	0.11	0.03
Resto <sup>2/</sup>	6.55	0.06	9.69	0.08	0.03
<b>Administrados y Concertados</b>	<b>6.51</b>	<b>1.12</b>	<b>7.09</b>	<b>1.22</b>	<b>0.10</b>
<b>Administrados</b>	<b>8.35</b>	<b>0.67</b>	<b>9.54</b>	<b>0.76</b>	<b>0.10</b>
Gasolina bajo octanaje	6.68	0.21	4.24	0.13	-0.07
Gasolina alto octanaje	8.26	0.04	8.34	0.04	0.00
Electricidad	8.86	0.21	12.68	0.29	0.09
Gas LP	10.25	0.22	14.28	0.30	0.08
<b>Concertados</b>	<b>4.92</b>	<b>0.45</b>	<b>4.94</b>	<b>0.45</b>	<b>0.00</b>
<b>Educación</b>	<b>8.45</b>	<b>0.47</b>	<b>7.51</b>	<b>0.44</b>	<b>-0.03</b>

1/ Incluye el resto de frutas y verduras.

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

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

El tercer subíndice que integra el componente no subyacente del INPC es el de la educación, cuya tasa de variación anual alcanzó 7.51 por ciento al cierre de este trimestre. Ello significó una reducción de 0.94 puntos porcentuales con respecto a la observada tres meses antes. Sin embargo, aún considerando la disminución mencionada, la tasa de crecimiento de dicho subíndice es elevada (2.45 puntos superior al de la inflación general anual).

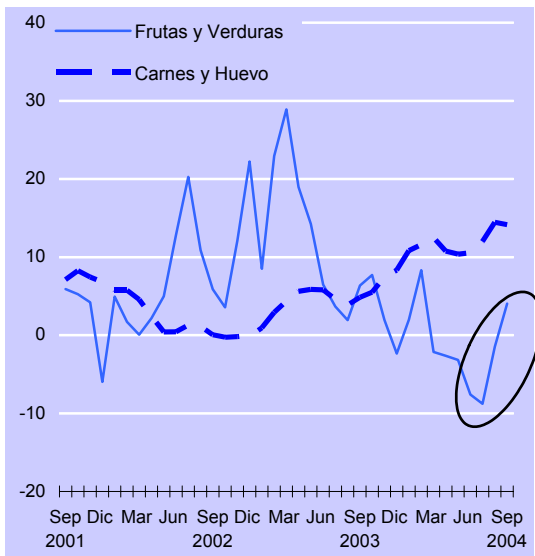
En el tercer trimestre de 2004, la inflación subyacente anual aumentó 0.12 puntos porcentuales, siendo su contribución al incremento que presentó la inflación general anual en este periodo significativamente inferior a la de la inflación no subyacente. La mayor incidencia sobre la inflación provino de las mercancías, la cual fue atenuada por una menor variación anual del subíndice

subyacente de los servicios. Al respecto, cabe apuntar que durante el trimestre de referencia la variación anual del rubro de la vivienda disminuyó, al reducirse el alza que habían mostrado los costos de algunos materiales de construcción. Por otra parte, la tasa de crecimiento anual de los precios del resto de los servicios cayó aun más, al pasar de 3.98 por ciento en junio, a 3.40 por ciento en septiembre (Cuadro 3).

**Gráfica 9 Índice de Precios de Productos Agropecuarios**

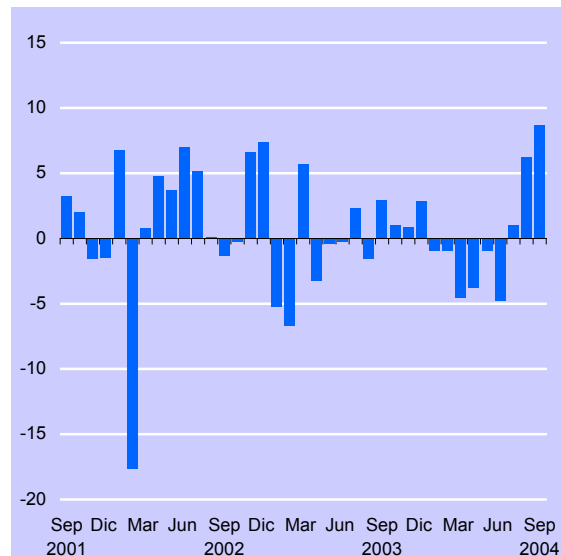
a) Productos Agropecuarios

Variación anual en por ciento



b) Frutas y Verduras

Variación mensual en por ciento



### II.2.2. Inflación Mensual

En julio, agosto y septiembre de 2004, el INPC registró variaciones mensuales respectivas de 0.26, 0.62 y 0.83 por ciento. Como es bien sabido, las variaciones mensuales que presenta el índice no subyacente durante agosto y septiembre son usualmente elevadas, debido a los aumentos de las colegiaturas que entran en vigor al inicio del ciclo escolar. Sin embargo, los incrementos anteriores rebasaron los pronósticos de los especialistas del sector privado anunciados al finalizar el segundo trimestre del año. Al respecto, destaca que en los últimos dos meses del periodo la diferencia entre la inflación observada y su pronóstico se incrementó significativamente. Esta ampliación del diferencial fue, en lo principal, consecuencia de los elevados aumentos que mostró en esos meses el índice no subyacente, particularmente los productos agropecuarios, así como los bienes y servicios con precios administrados.

**Cuadro 4** **Inflación Mensual Observada y Esperada**  
Por ciento

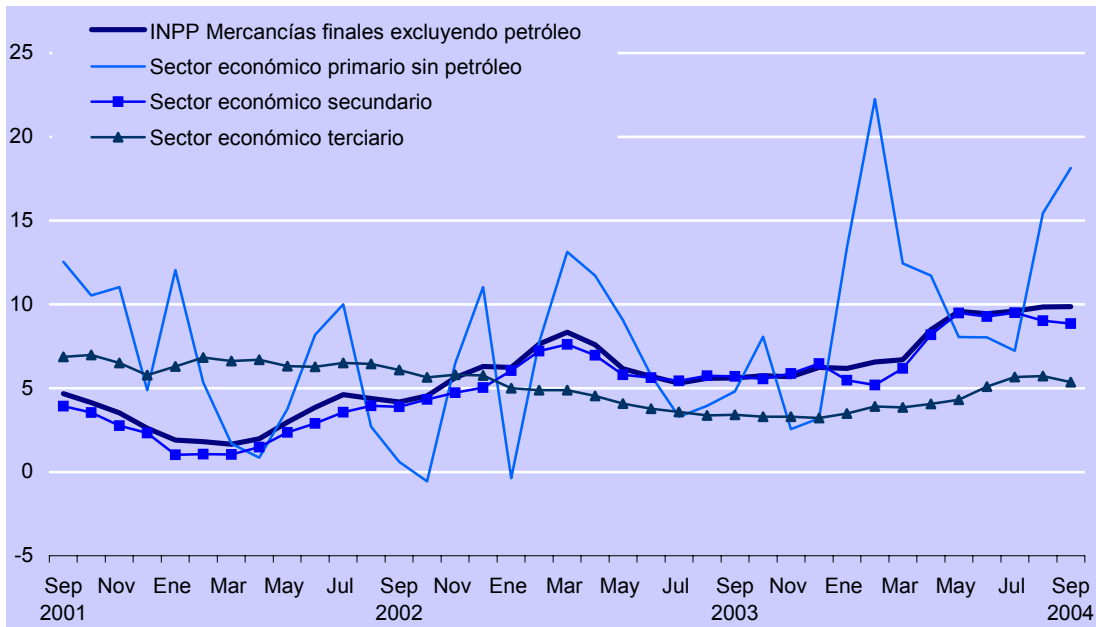
Mes	2003				2004			
	Observada		Esperada <sup>1/</sup>		Observada		Esperada <sup>1/</sup>	
	No Subyacente	Subyacente	INPC	INPC	No Subyacente	Subyacente	INPC	INPC
Julio	0.16	0.14	0.14	0.27	0.46	0.17	0.26	0.18
Agosto	0.45	0.23	0.30	0.33	1.48	0.22	0.62	0.29
Septiembre	1.56	0.17	0.60	0.53	2.06	0.26	0.83	0.53

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

### II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor

En septiembre de 2004, la variación anual del INPP de mercancías y servicios finales sin petróleo fue 7.27 por ciento, lo que implicó un incremento de 0.33 puntos porcentuales con respecto al dato del cierre del trimestre previo. Si se analiza el aumento de este índice por el origen de las mercancías y servicios finales, las presiones alcistas se concentraron en el sector primario, particularmente, en el que corresponde a la agricultura, silvicultura y pesca (Gráfica 10).

**Gráfica 10** **Índice Nacional de Precios Productor**  
Variación anual en por ciento



## **II.3. Principales Determinantes de la Inflación**

---

### **II.3.1. Entorno Externo**

La economía mundial mostró un comportamiento favorable durante el tercer trimestre de 2004, a pesar del repunte de los precios del petróleo. Los indicadores disponibles sugieren que el menor dinamismo de la actividad económica observado en el periodo abril-junio en algunos países industrializados, especialmente en los Estados Unidos, fue de naturaleza temporal. Adicionalmente, las economías emergentes, en particular las asiáticas, parecen haber continuado registrando un crecimiento vigoroso. No obstante, se espera que en los próximos trimestres el ritmo de crecimiento económico sea menor que el observado en la segunda mitad de 2003 y a principios de 2004, por lo que el punto más elevado en el proceso de recuperación global parece haber quedado atrás. La expectativa de un menor ritmo de crecimiento, aunada al mantenimiento de presiones inflacionarias moderadas en las principales economías, ha conducido a reducciones en las tasas de interés para plazos largos en dichas economías. Lo anterior a pesar del impacto sobre los precios de los cambios observados recientemente en las estructuras mundiales de producción y demanda de insumos, y del consecuente aumento de las cotizaciones de los productos primarios (Recuadro 3). En este contexto, los países emergentes se han visto favorecidos por mejores condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales. Por otra parte, cabe hacer notar que los riesgos para el desempeño económico mundial se han acentuado ante el inesperado mantenimiento de elevados precios del petróleo.

#### **II.3.1.1. Precio del Petróleo**

Tras moderar su tendencia alcista en junio, los precios del petróleo volvieron a aumentar marcadamente a lo largo del periodo julio-septiembre. Ello fue resultado de la persistencia de elevados niveles de demanda, la reducción en la capacidad de producción ociosa de la OPEP, y los riesgos de interrupción en la oferta derivados de la inestabilidad en el Medio Oriente y en otras regiones productoras. En este entorno, debe resaltarse que el comportamiento errático de los inventarios, particularmente en los Estados Unidos, impactó los precios del crudo desde mediados de septiembre (Recuadro 1). El precio promedio del *West Texas Intermediate* (WTI) aumentó de 38.43 dólares en el segundo trimestre, a 43.81 dólares en el periodo julio-septiembre. Por su parte, la mezcla mexicana registró un precio promedio de 33.27 dólares por barril en el tercer trimestre, esto es, 3.2 dólares por encima del observado durante el periodo abril-junio.

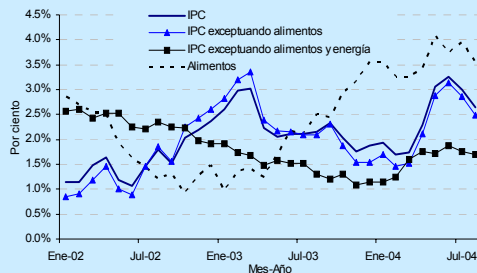
### Recuadro 3 Evolución de la Inflación a Nivel Mundial

Los cambios en la estructura mundial de la oferta y la demanda relativa de insumos y bienes procesados que se han observado recientemente han inducido variaciones importantes en los precios relativos internacionales. Como se ha manifestado en el cuerpo de este informe, desde 2003 los precios de diversos insumos, así como de los alimentos, se han visto presionados al alza, mientras que los precios relativos de bienes manufacturados han tendido a decrecer.

El reajuste de precios relativos implicado por este entorno se ha traducido en aumentos importantes en el crecimiento de los precios de bienes primarios, energéticos y alimentos. Esto, a su vez, ha repercutido en los índices de precios al consumidor de varios países. En efecto, como puede apreciarse en las gráficas contenidas en este recuadro, el aumento en la inflación al consumidor durante 2004 ha sido aparentemente un fenómeno generalizado en diferentes regiones del mundo, si bien aún se mantiene en niveles moderados.

Es importante dimensionar la relevancia que ha tenido la realineación de precios relativos en el comportamiento reciente de la inflación mundial. El aumento de la inflación al consumidor se ha dado en el contexto de una recuperación cíclica de la actividad económica global. Por ello, se requiere determinar en qué medida el comportamiento de la inflación ha sido un reflejo de los aumentos de precios de ciertos bienes y servicios (choques de oferta), o de presiones generalizadas sobre los niveles generales de precios derivadas de la recuperación de la demanda agregada (choque de demanda).

**Gráfica 1.**  
Tasas de Inflación Anual en Estados Unidos



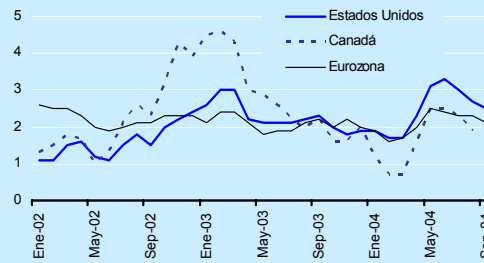
Fuente: Bureau of Labor Statistics

Tomando como ejemplo el caso de Estados Unidos, la evidencia sugiere que, hasta el momento, el aumento de la inflación al consumidor ha sido fundamentalmente consecuencia de los choques de oferta. Ello puede apreciarse en la Gráfica 1, que muestra la inflación anual de los distintos índices al consumidor en ese país. Es posible observar que el aumento en la inflación del índice de precios al consumidor (IPC) registrado en la primera mitad de 2004 está claramente asociado al aumento en los precios de los energéticos y de los alimentos. El comportamiento de los precios internacionales de energéticos y alimentos han tenido consecuencias similares en otras regiones del mundo, como es el caso de Canadá y la Eurozona (ver Gráfica 2).

Lo anterior sugiere que los cambios en los precios relativos han sido un factor fundamental en el comportamiento reciente de la inflación mundial. En este contexto, el impacto de este entorno sobre la inflación de cada país depende de su estructura productiva y, en particular, de su ubicación dentro de la cadena de valor. Por ejemplo, países exportadores netos de materias primas, como es el caso de algunos países latinoamericanos,

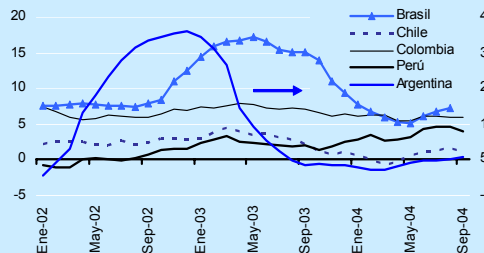
tienden a observar con este entorno una mejoría de sus términos de intercambio, lo que, a su vez, tiende a aliviar presiones sobre el valor de sus monedas. En consecuencia, en este tipo de países el impacto inflacionario de los cambios en precios relativos puede verse parcialmente contrarrestado (ver Gráfica 3). En cambio, países que importan materias primas y energéticos para la producción y exportación de bienes manufacturados sufren, bajo este entorno, un deterioro en sus términos de intercambio. En este caso, el impacto inflacionario de las variaciones de los precios relativos puede verse magnificado (ver Gráficas 4 y 5).

**Gráfica 2.**  
Tasas de Inflación Anual de Precios al Consumidor en Algunos Países Desarrollados



Fuentes: Bureau of Labor Statistics, Banco de Canadá y Eurostat

**Gráfica 3**  
Tasas de Inflación Anual en Países de América Latina



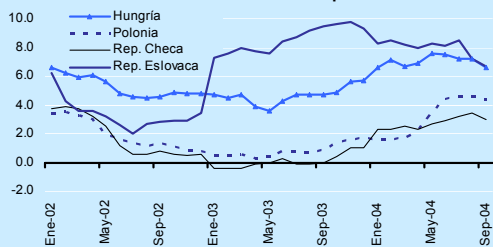
Fuentes: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central de Chile, Banco de la República de Colombia, Banco Central de Reserva del Perú e Instituto Nacional de Estadísticas y Censos de Argentina

Como puede apreciarse con esta discusión, el reajuste de precios relativos internacionales ha implicado un choque de oferta y, en consecuencia, ha conducido a presiones inflacionarias en diversas regiones del mundo. La magnitud con la que la inflación de cada región ha respondido a este entorno, no obstante, ha sido heterogénea:

- Los países más desarrollados han tendido a sufrir un choque importante en sus inflaciones, derivado sobre todo del aumento en los precios de energéticos. Si bien estos países también han resentido el aumento de los precios de alimentos, éstos tienden a representar una menor proporción del gasto en dichos países.
- En contraste, los países en desarrollo han sufrido el choque en los precios de alimentos de una manera más intensa, como resultado de que sus poblaciones asignan una mayor proporción del gasto a alimentos. Debe destacarse, sin embargo, que el efecto de estos choques sobre la inflación general de estos países ha dependido de los patrones de especialización en la producción de cada país. Aquellos países que, dada su dotación de recursos naturales o su nivel relativo de desarrollo, se

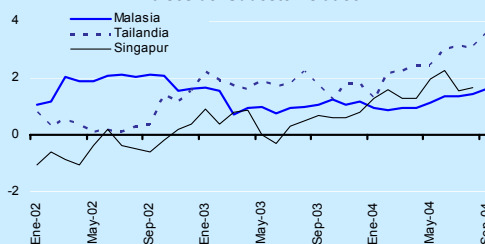
han especializado en la exportación de bienes primarios y/o energéticos, han visto parcialmente contrarrestado el impacto inflacionario del choque descrito. En cambio, los países en desarrollo que han logrado un mayor nivel de industrialización han sido especialmente afectados por el cambio de precios relativos y, en consecuencia, han visto magnificado el efecto de los choques de oferta sobre el crecimiento de sus precios.

**Gráfica 4**  
Tasas de Inflación Anual de Precios al Consumidor en Algunos Países del Este de Europa



Fuentes: Hungarian Statistical Office, Polish Statistics Office, Czech Statistical Office y Statistical Office of the Slovak Republic

**Gráfica 5**  
Tasas de Inflación Anual de Precios al Consumidor en Algunos Países del Sudeste Asiático



Fuentes: Dept. of Stats Malaysia, Commerce Ministry de Tailandia y Singapore Dept. of Statistics

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

El ritmo de crecimiento económico en los Estados Unidos disminuyó en el segundo trimestre de 2004. La tasa de crecimiento trimestral anualizada del PIB pasó de 4.5 por ciento en el periodo enero-marzo (5.0 por ciento a tasa anual), a 3.3 por ciento en el segundo trimestre (4.8 por ciento a tasa anual). Esta desaceleración fue resultado, en buena medida, del efecto negativo sobre la demanda del alza en los precios internacionales del petróleo. Asimismo, influyeron en tal evolución la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación del mercado laboral y el desvanecimiento del estímulo proveniente tanto de la reducción de impuestos de años anteriores, como del flujo de refinanciamientos hipotecarios. De esta forma, la contribución del consumo privado al crecimiento del PIB se redujo de manera importante en dicho trimestre. Al mismo tiempo, la inversión no residencial, impulsada por una rápida recuperación de las utilidades, se convirtió en el principal motor del crecimiento. Por su parte, el sector externo tuvo una fuerte contribución negativa al crecimiento del PIB.

Para el tercer trimestre, la información disponible sugiere que el crecimiento de la economía estadounidense se fortaleció. Por tanto, si bien persisten algunos riesgos, en general se considera que la desaceleración observada en el periodo abril-junio fue de índole temporal.



Con el impulso de la expansión del ingreso personal disponible, el gasto personal en consumo se fortaleció durante el período julio-agosto respecto al trimestre anterior. En cuanto a la inversión, las cifras de envíos de bienes de capital y la producción de bienes de inversión sugieren una expansión sólida del gasto en capital durante el tercer trimestre. Por otra parte, el deterioro del déficit comercial se moderó durante los primeros dos meses del trimestre: en términos reales, el déficit de la balanza de bienes se amplió en 6.0 miles de millones de dólares entre el segundo trimestre y el período julio-agosto, es decir, a un ritmo menor que el observado entre el primero y el segundo trimestre (34.9 miles de millones de dólares). De mantenerse este patrón, sería de esperarse un impacto menos desfavorable del sector externo sobre el crecimiento del PIB que el observado en el periodo abril-junio.

Por lo que toca a la producción industrial, el ritmo de expansión ha disminuido paulatinamente a lo largo del año, por lo que el incremento del tercer trimestre fue menor al del primero y al del segundo.<sup>2</sup> Asimismo, la tasa de crecimiento de la producción manufacturera durante el período julio-septiembre se redujo respecto a la observada en el segundo trimestre. Ello sugiere que, al igual que en el caso del PIB, aunque con cierto desfase, la producción industrial ha rebasado la fase más alta del ciclo actual (Gráfica 11).

En contraste con el comportamiento de los indicadores para la demanda interna, en el mercado laboral se redujo significativamente la creación de empleos durante el tercer trimestre. En este periodo, se crearon 309,000 puestos de trabajo en el sector no agrícola, cifra que se compara desfavorablemente con la de 628,000 registrada en el segundo trimestre. Adicionalmente, el empleo en el sector manufacturero se redujo en septiembre, después de haberse expandido en seis de los siete meses previos. Si bien el empleo en el tercer trimestre pudo haber sido afectado por factores temporales, el comportamiento reciente del mercado laboral constituye un factor de riesgo para la expansión sostenida del gasto en consumo.

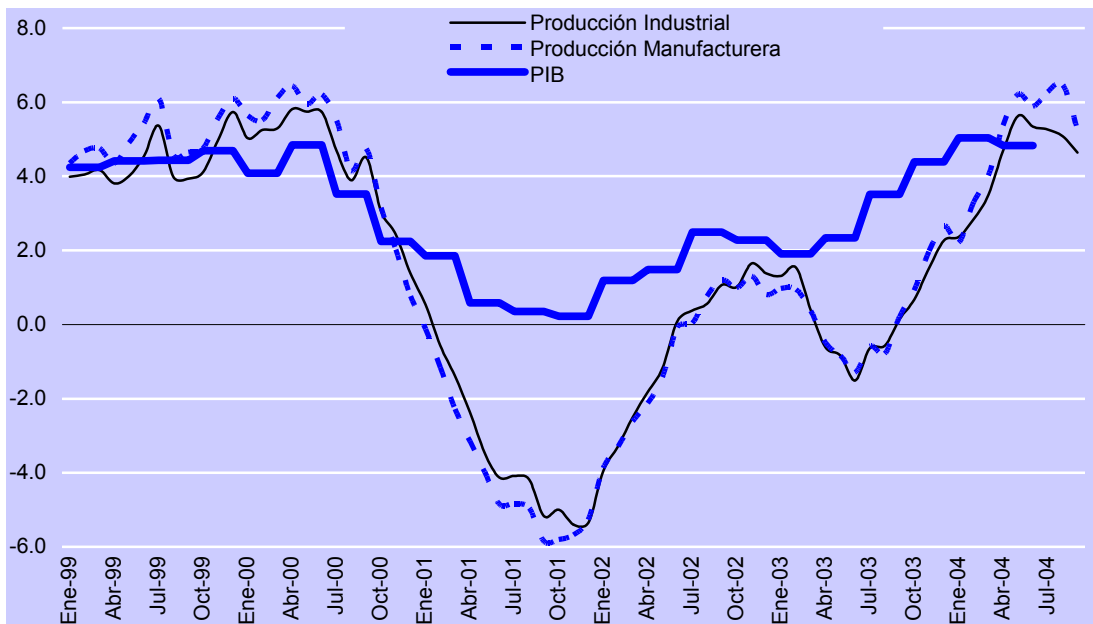
---

<sup>2</sup> A tasa trimestral anualizada, su crecimiento descendió de 6.6 por ciento en el primer trimestre (2.9 por ciento a tasa anual) a 4.9 por ciento en el segundo (5.2 por ciento a tasa anual) y a 2.9 por ciento en el tercero (5.0 por ciento a tasa anual).

Gráfica 11

### PIB, Producción Industrial y Manufacturera

Variación anual en por ciento



Fuente: BEA y Federal Reserve Bank.

Con base en la información disponible, las estimaciones de los analistas privados para el crecimiento del PIB en el tercer trimestre se ubican en 3.8 por ciento a tasa trimestral anualizada o 3.9 por ciento a tasa anual, en tanto que para 2004 en su totalidad se proyecta un crecimiento de 4.4 por ciento a tasa anual. Las expectativas para el crecimiento de la producción industrial son un poco más favorables: 3.9 por ciento a tasa trimestral anualizada en el tercer trimestre (5.2 a tasa anual) y 4.7 por ciento para 2004 (Cuadro 5).

Los analistas del sector privado y de organismos internacionales continúan proyectando para 2005 una expansión de la economía a un ritmo elevado, pero menor que el observado este año. Así, la información más reciente de los analistas encuestados por Blue Chip ubica a la tasa de crecimiento del PIB estadounidense en 3.5 por ciento en 2005. Los pronósticos para el crecimiento del PIB y la producción industrial se han revisado a la baja en los últimos meses, en parte afectados por la persistencia de elevados precios del petróleo, lo cual constituye un factor de riesgo adicional para el crecimiento.

**Cuadro 5**

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

Variación anual y trimestral anualizada en por ciento

	PIB			
	Al finalizar el segundo trimestre		Información más reciente	
	III-2004 <sup>1/</sup>	2004 <sup>2/</sup>	III-2004 <sup>1/</sup>	2004 <sup>2/</sup>
Consensus Forecasts <sup>3/</sup>	4.1	4.7	3.6	4.4
Blue Chip Economic Indicators <sup>4/</sup>	4.1	4.7	3.8	4.4
	Producción Industrial			
Blue Chip Economic Indicators <sup>4/</sup>	5.7	5.0	3.9	4.7

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

2/ Variación anual en por ciento.

3/ Consensus Forecasts del 14 de junio, 13 de septiembre y 11 de octubre de 2004.

4/ Blue Chip Economic Indicators del 10 de junio y del 10 de octubre de 2004.

La inflación, que había repuntado en el segundo trimestre por incrementos principalmente de los precios de los insumos energéticos, comenzó a descender a partir de julio. Lo anterior refleja fundamentalmente las caídas mostradas por el componente de energía (principalmente la gasolina) del índice de precios al consumidor durante julio y agosto. La tasa de crecimiento anual del índice de precios al consumidor cayó de 3.2 por ciento en junio a 2.5 por ciento en septiembre. En tanto, la inflación subyacente se ha mantenido en niveles relativamente moderados, aunque aumentó ligeramente en septiembre, alcanzando una variación anual de 2.0 por ciento (Gráfica 12). Cabe destacar que los costos laborales unitarios se han incrementado modestamente.

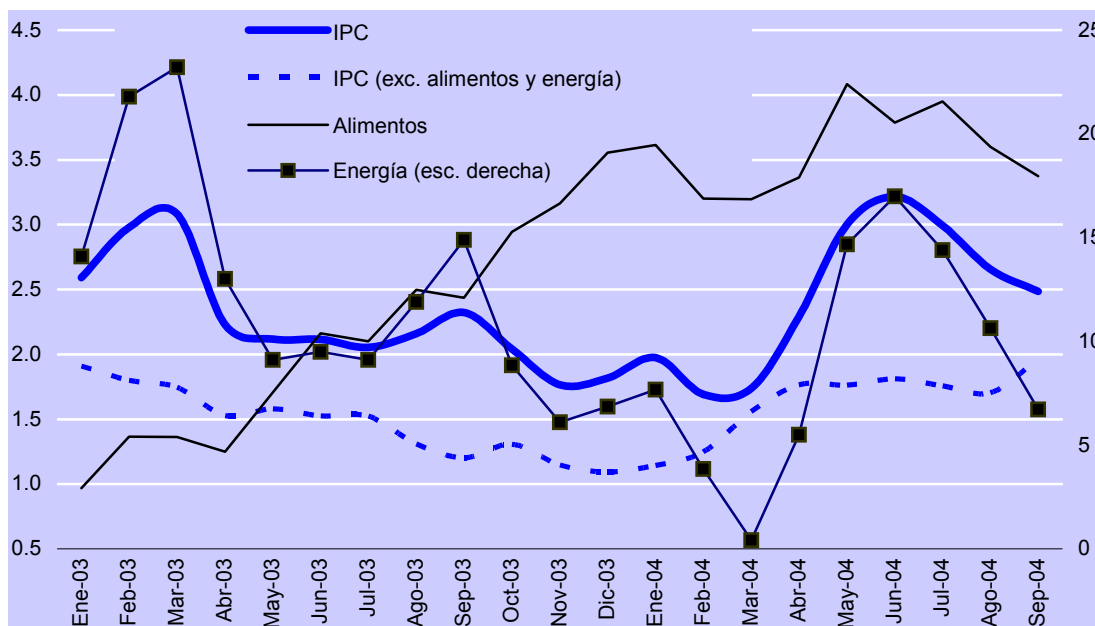
Ante la percepción de que la debilidad de la actividad económica observada a mediados de año había sido sólo temporal y en un contexto de menores presiones inflacionarias, la Reserva Federal prosiguió con el ajuste de las tasas de interés a un ritmo medurado, tal y como había sido anunciado desde mayo. Así, tras el incremento del objetivo para la tasa de fondos federales a fines de junio, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto decidió aumentar la tasa objetivo en agosto y nuevamente en septiembre, para un ajuste total de 75 puntos base en lo que va del año. En contraste, las tasas de interés de largo plazo mantuvieron una tendencia a la baja a lo largo del trimestre, a consecuencia de las menores presiones inflacionarias y, particularmente, de la percepción de un dinamismo de la economía menor a lo inicialmente previsto.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> El rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años disminuyó alrededor de 49 puntos base en el período julio-septiembre: de 4.60 por ciento el 30 de junio, a 4.11 por ciento el 30 de septiembre. De finales de septiembre al 22 de octubre, dicho rendimiento se redujo en 11 puntos base.

Gráfica 12

## Índice de Precios al Consumidor

Variación anual en por ciento



Fuente: BLS.

Por otro lado, los mercados bursátiles mostraron un deterioro en el periodo y el comportamiento del dólar ante las principales monedas arrojó resultados mixtos.<sup>4</sup> La divisa estadounidense se depreció 2.0 por ciento respecto al euro y 5.7 por ciento frente al dólar canadiense, mientras que se apreció 0.4 por ciento contra la libra esterlina y 1.2 por ciento en relación al yen. El tipo de cambio nominal efectivo amplio del dólar se depreció 1.7 por ciento en el lapso mencionado.<sup>5</sup>

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

El PIB en la zona del euro creció 2.0 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el segundo trimestre de 2004 (2.2 por ciento a tasa anual). Esta desaceleración marginal respecto al periodo enero-marzo fue resultado de un menor crecimiento de la demanda interna. De esta forma, el crecimiento del PIB fue

<sup>4</sup> El índice Dow Jones registró una pérdida de 3.4 por ciento durante el tercer trimestre, mientras que el NASDAQ se contrajo en poco más de 7.4 por ciento. En el curso del mes de octubre, dicha tendencia se revirtió en el caso del NASDAQ al registrar al 22 de ese mes un aumento de 2.6 por ciento, en tanto que el Dow Jones mostró una baja adicional de 2.2 por ciento con respecto al cierre del mes anterior.

<sup>5</sup> El tipo de cambio efectivo amplio es un promedio ponderado del valor del dólar frente a las monedas de los 26 principales socios comerciales de los Estados Unidos. De fines de septiembre al 15 de octubre, el tipo de cambio efectivo nominal amplio del dólar se depreció en 0.4 por ciento.

impulsado casi exclusivamente por el sector externo. Cabe aclarar que se observa un comportamiento dispar entre los países integrantes de la región. Así, por ejemplo, la evolución de la demanda interna ha sido positiva en España y Francia en los últimos trimestres, en tanto que en Alemania, Italia y los Países Bajos, se ha registrado un estancamiento del consumo y la inversión. Según los pronósticos de la Comisión Europea, en el segundo semestre se mantendrá en la zona del euro un ritmo de expansión similar al observado en la primera mitad del año.

La economía de Japón se desaceleró significativamente durante el periodo abril-junio, al crecer 1.3 por ciento a tasa trimestral anualizada, luego de haber registrado un incremento de 6.4 por ciento en el primer trimestre. Si bien algunos analistas consideran que lo anterior puede constituir una señal del fin de la fase ascendente del ciclo económico en ese país, la recuperación de la confianza de los consumidores y el aumento en el ingreso de las familias han apoyado al consumo privado en los últimos meses. De manera paralela, la inversión ha sido favorecida por la mejoría en las utilidades de las empresas. La información disponible sugiere que la economía experimentó un modesto repunte durante el tercer trimestre (Cuadro 6).

**Cuadro 6**

**Crecimiento del PIB en otros Países Industriales durante 2004**

Variación anual y trimestral anualizada en por ciento

	Al finalizar el segundo trimestre		Información más reciente	
	III-2004 <sup>1/</sup>	2004 <sup>2/</sup>	III-2004 <sup>1/</sup>	2004 <sup>2/</sup>
Canadá	4.9	2.9	3.2	3.0
Eurozona	1.6	1.7	1.6	1.9
Japón	2.4	4.1	3.2	4.3
Reino Unido	2.8	3.1	2.4	3.3

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

2/ Variación anual en por ciento.

Fuente: Consensus Forecasts del 14 de junio y del 11 de octubre de 2004 para el pronóstico anual. La variación trimestral anualizada se calcula a partir del pronóstico de variación trimestral que se reporta en las publicaciones del 14 de junio y 13 de septiembre de 2004.

En China, si bien se mantiene un fuerte ritmo de actividad económica, se ha observado cierta desaceleración en los últimos meses. La tasa de crecimiento anual del PIB pasó de 9.8 por ciento en el primer trimestre, a 9.6 por ciento en el segundo y a 9.1 por ciento en el tercero. De esta forma, durante el periodo julio-septiembre se observó un descenso en la tasa de crecimiento económico por tercer trimestre consecutivo. Al respecto, las autoridades chinas han afirmado que mantendrán las medidas implementadas en los últimos meses para desacelerar la economía. Lo anterior en virtud de la existencia de presiones inflacionarias,

restricciones en el abasto de energía y la posibilidad de un nuevo repunte de la inversión, entre otros factores. Si bien no existe consenso entre los analistas, la mayoría de ellos continúa esperando una reducción paulatina del ritmo de actividad. Los economistas encuestados por Consensus Forecasts estiman tasas de crecimiento del PIB de 9.1 y 8.0 por ciento en 2004 y 2005, respectivamente (9.1 por ciento en 2003). Por su parte, la inflación se ha mantenido relativamente elevada; en septiembre, el índice de precios al consumidor registró un incremento de 5.2 por ciento a tasa anual.

Las expectativas de crecimiento económico en América Latina durante 2004 se han ajustado al alza, ubicándose actualmente en 5.3 por ciento. Si bien la expansión de la actividad es generalizada, la situación varía de manera importante de un país a otro. En Argentina, el ritmo de crecimiento del PIB se aminoró en el periodo abril-junio (7.0 por ciento a tasa anual) y es probable que la economía haya entrado en una fase de crecimiento más moderado. En Brasil, la expansión económica ha rebasado las expectativas de los analistas. En el segundo trimestre, el PIB creció 5.7 por ciento a tasa anual gracias a la reactivación de la demanda interna y, en particular, de la inversión. En Chile, el PIB aumentó 5.1 por ciento a tasa anual en el segundo trimestre, principalmente por el impulso del sector externo y de la inversión privada.

Las condiciones de acceso a financiamiento para los países emergentes en los mercados internacionales mejoraron en el tercer trimestre, tras un deterioro temporal en abril y mayo (Gráfica 13). Luego del impacto negativo inicial en dichos meses, los márgenes soberanos (EMBIG) mostraron, en general, una tendencia a la baja en el tercer trimestre.<sup>6</sup> Ello se explica, entre otros factores, por la percepción en los mercados de que el aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos ocurriría de manera gradual, por la existencia de mejores condiciones económicas en muchos de los países emergentes y por una búsqueda de mayores rendimientos por parte de los inversionistas. En este contexto, la información disponible sugiere que el ritmo de emisión bruta de bonos por los países emergentes alcanzó en el tercer trimestre su nivel más elevado de los últimos años. Inclusive, varias de estas economías han comenzado a cubrir sus necesidades de financiamiento externo para 2005. Este escenario puede cambiar rápidamente, ya que persiste el riesgo de un deterioro en las condiciones de financiamiento externo, sobre todo ante cambios en la percepción en torno al ritmo al que se dará el retiro del estímulo monetario en los Estados Unidos.

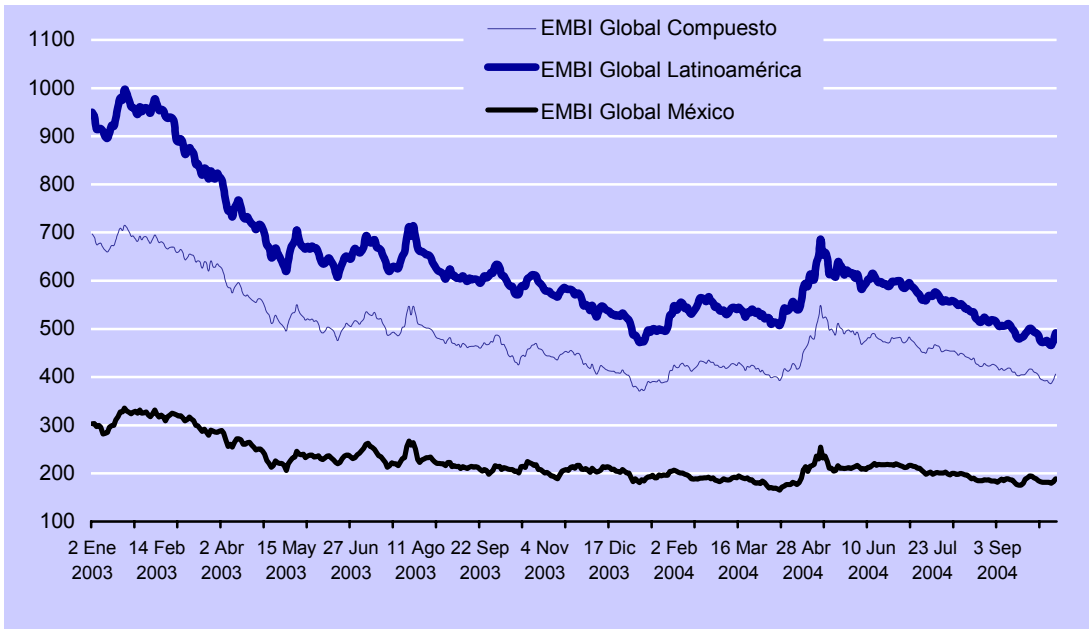
---

<sup>6</sup> El 30 de septiembre los márgenes del EMBIG se ubicaron en 409 puntos base, es decir, 140 puntos por debajo del máximo anual, alcanzado en mayo. De finales de septiembre al 21 de octubre, el EMBIG disminuyó en dos puntos base.

**Gráfica 13**

**Márgenes Soberanos de Deuda de Países Emergentes y de América Latina**

Puntos base



Fuente: J.P. Morgan.

**II.3.2. Salarios, Productividad y Empleo**

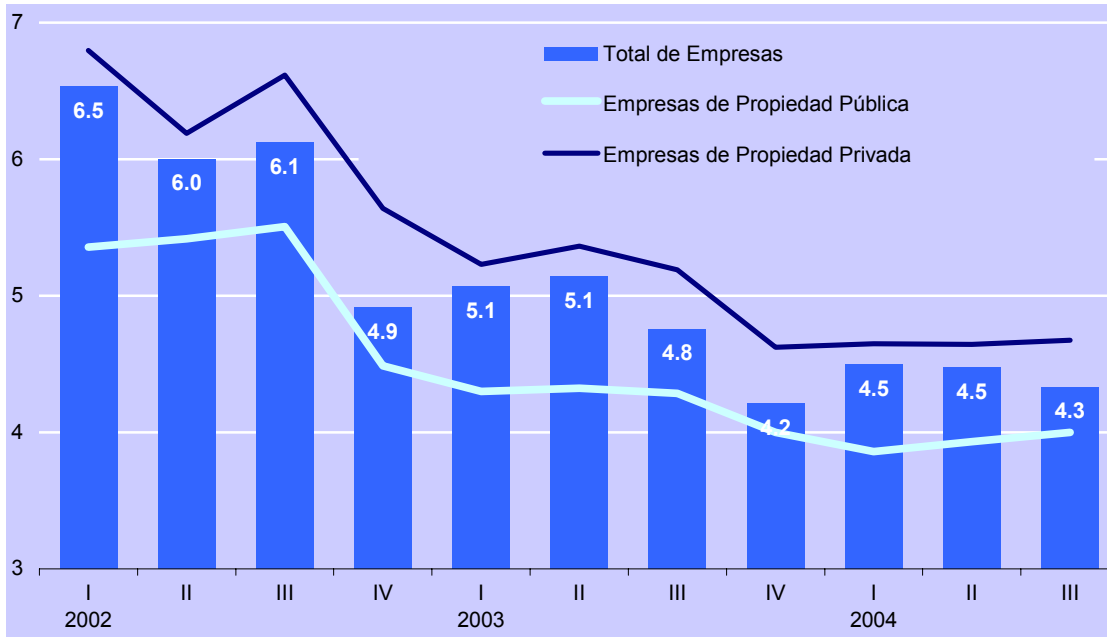
Durante el tercer trimestre de 2004, los salarios contractuales nominales registraron una variación promedio de menor magnitud a la observada en el trimestre previo. Por su parte, el costo unitario de la mano de obra en la industria maquiladora, en la industria manufacturera no maquiladora y en el sector comercio al menudeo presentó variaciones anuales negativas. Ello, debido a que en dichas industrias la productividad laboral registró ganancias importantes, que compensaron más que proporcionalmente el aumento de las remuneraciones medias reales.

**II.3.2.1. Salarios Contractuales**

En el tercer trimestre 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 4.3 por ciento. Dicha alza resultó menor en 0.2 puntos porcentuales que la observada en el trimestre previo (Gráfica 14). Durante el lapso referido, cerca de la mitad de los trabajadores que negociaron su revisión salarial laboraban en empresas de propiedad pública, lo cual fue un factor para que el indicador mencionado tuviera un menor crecimiento. El diferencial entre los incrementos en los salarios contractuales en las empresas

privadas y públicas se ubicó en 0.7 puntos porcentuales en promedio (Cuadro 7).

**Gráfica 14 Salarios Contractuales**  
Cifras en por ciento



Fuente: Secretaría del Trabajo y Previsión Social y Banco de México.

**Cuadro 7 Incremento al Salario Contractual y Trabajadores Beneficiados según Tipo de Empresa**  
Cifras en por ciento

	2003					2004					
	Promedio <sup>1/</sup>					Promedio <sup>1/</sup>					
	I	II	III	IV	Ene-Dic	I	II	III	Jul	Ago	Sep
<b>Incremento al Salario Contractual (por ciento)</b>											
<b>Total</b>	5.1	5.1	4.8	4.2	4.7	4.5	4.5	4.3	4.1	4.5	4.8
<b>Empresas Públicas</b>	4.3	4.3	4.3	4.0	4.1	3.9	3.9	4.0	4.0	4.0	-
<b>Empresas Privadas</b>	5.2	5.4	5.2	4.6	5.2	4.6	4.6	4.7	4.7	4.5	4.8
<b>Trabajadores Beneficiados (participación porcentual)</b>											
<b>Total</b>	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Empresas Públicas</b>	19	22	49	67	41	20	21	48	79	7	0
<b>Empresas Privadas</b>	81	78	51	33	59	80	79	52	21	93	100

1/ Promedio ponderado por el número de trabajadores beneficiados en el periodo.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

Por su parte, los aumentos al salario contractual concedidos en empresas privadas se concentraron en el intervalo de 4 a 4.9 por ciento durante los primeros nueve meses del 2004. No



obstante, durante el tercer trimestre se acentuó la dispersión en los incrementos salariales, aumentando la proporción de asalariados que negociaron incrementos mayores o iguales a cinco por ciento. Ese resultado es atribuible, en parte, a que las empresas que negocian salarios en este periodo suelen otorgar incrementos mayores (Cuadro 8).

**Cuadro 8 Trabajadores Beneficiados en Revisiones del Salario Contractual por Intervalo de Incremento**

Distribución en por ciento

Periodo	Empresas Privadas				Empresas Públicas				Total de Empresas			
	Intervalo de Incremento (%)				Intervalo de Incremento (%)				Intervalo de Incremento (%)			
	Hasta 3.9	de 4 a 4.9	5 y más	Total	Hasta 3.9	de 4 a 4.9	5 y más	Total	Hasta 3.9	de 4 a 4.9	5 y más	Total
2004 I	14	55	31	100	59	41	0	100	23	53	24	100
II	14	50	36	100	9	91	0	100	13	58	29	100
III	12	47	41	100	3	97	0	100	8	71	21	100

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

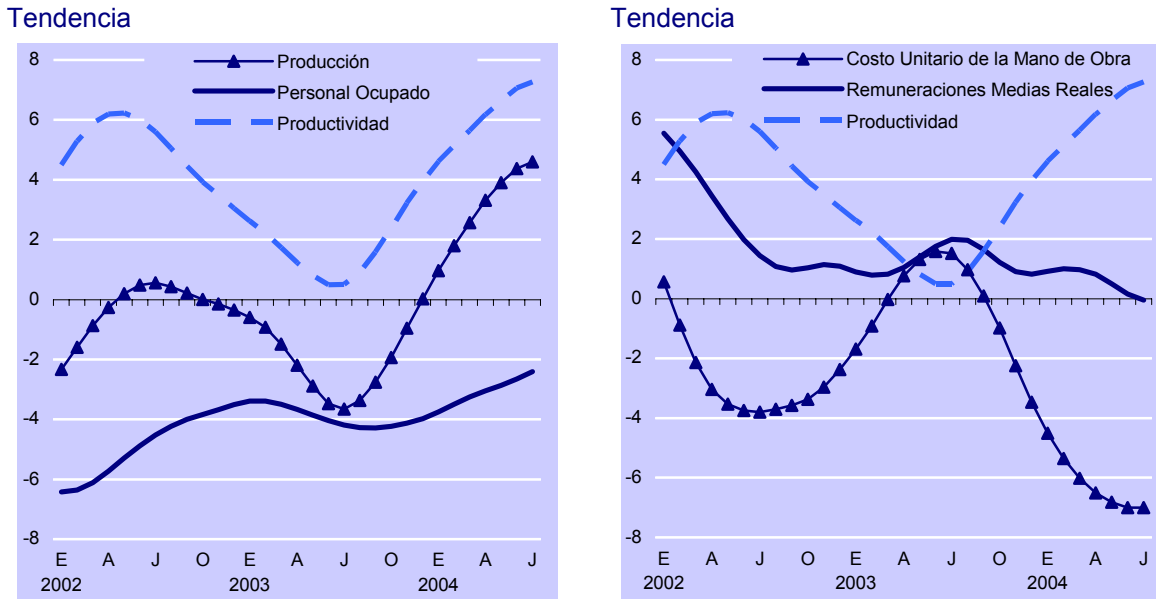
### II.3.2.2. Remuneraciones y Productividad

Durante el periodo enero-julio de 2004, el costo unitario de la mano de obra (CUMO) en la industria maquiladora, en la industria manufacturera no maquiladora y en el sector comercio al menudeo registró variaciones anuales negativas. Ello, debido a que en las actividades señaladas, la productividad laboral se mantuvo con una tendencia creciente, alcanzando en el periodo un aumento promedio más que proporcional al alcanzado por las remuneraciones medias reales.

En el caso de la industria manufacturera no maquiladora, durante los primeros siete meses de 2004 la productividad laboral logró un crecimiento promedio a tasa anual de 6.5 por ciento, continuando con la tendencia creciente mostrada por este indicador desde el segundo semestre de 2003. Lo anterior derivó de la fase de expansión que viene experimentando la producción en ese sector, la cual ha mostrado mayor vigor que el empleo, como ha ocurrido en otros episodios durante las primeras etapas de recuperación de esta industria. El patrón descrito puede deberse tanto a excedentes en la capacidad instalada de las empresas, como a un uso más intensivo de la planta laboral disponible. En los primeros siete meses del año, las ganancias en la productividad laboral compensaron ampliamente los incrementos de las remuneraciones medias reales (Gráfica 15). Lo anterior dio lugar a que el costo unitario de la mano de obra mantuviera su trayectoria descendente, el cual disminuyó 5.5 por ciento en promedio durante los primeros siete meses del año (Cuadro 9). De persistir el dinamismo de la

producción en el sector manufacturero, podría esperarse una recuperación del empleo, lo cual probablemente se reflejaría en una desaceleración de la productividad.

**Gráfica 15** **Industria Manufacturera no Maquiladora**  
Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO  
Variación anual en por ciento



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

Por otro lado, la productividad laboral en la industria maquiladora ha mostrado tasas de crecimiento positivas, promediando 4.1 por ciento entre enero y julio de 2004. Sin embargo, a partir de abril se observó una desaceleración en la tendencia que venía mostrando este indicador (Gráfica 16). Lo anterior se debe a que en este sector la ocupación se encuentra estrechamente asociada a la producción. Paralelamente, en el periodo referido, las remuneraciones medias reales en dicha industria aumentaron en promedio 1.0 por ciento. Por tanto, considerando el dato de la productividad, se obtiene una reducción del costo unitario de la mano de obra de -3.0 por ciento (Cuadro 9).

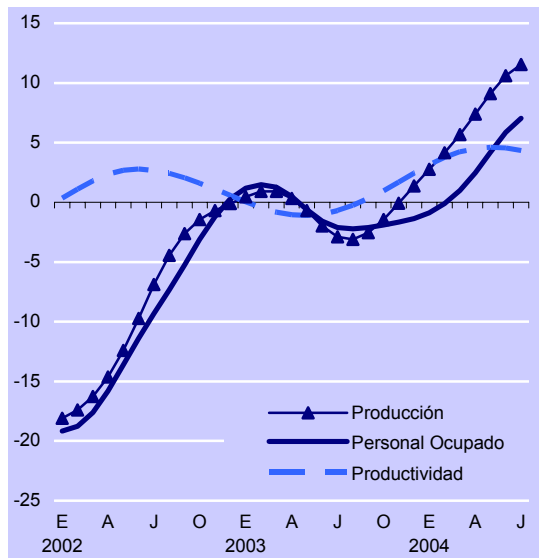
**Cuadro 9 Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO por Sector de Actividad Económica**  
Variación anual en por ciento

	Industria Manufacturera no Maquiladora			Industria Maquiladora			Sector Comercio al Menudeo		
	Productividad Laboral	Remuneraciones Medias Reales	CUMO	Productividad Laboral	Remuneraciones Medias Reales	CUMO	Productividad Laboral	Remuneraciones Medias Reales	CUMO
<b>2003</b>									
Ene-Jul	1.3	1.3	-0.1	-0.6	-0.4	0.2	3.6	3.5	0.0
Ene-Dic	1.8	1.2	-0.9	-0.1	0.0	0.0	5.6	3.0	-2.3
<b>2004</b>									
Ene	3.6	1.0	-2.5	3.2	2.3	-0.9	7.7	-0.6	-7.7
Feb	5.0	1.3	-3.5	3.0	2.0	-1.0	11.6	1.9	-8.7
Mar	10.9	1.3	-8.6	5.3	2.6	-2.6	9.7	2.0	-7.0
Abr	6.0	1.3	-4.4	5.3	1.6	-3.5	9.0	2.1	-6.3
May	5.0	-0.7	-5.5	4.6	0.2	-4.2	7.8	4.9	-2.7
Jun	8.8	0.5	-7.6	4.1	-0.1	-4.1	5.3	5.4	0.1
Jul	6.2	-0.9	-6.7	3.2	-1.7	-4.7	5.1	4.8	-0.3
Ene-Jul	6.5	0.5	-5.5	4.1	1.0	-3.0	7.9	3.0	-4.7

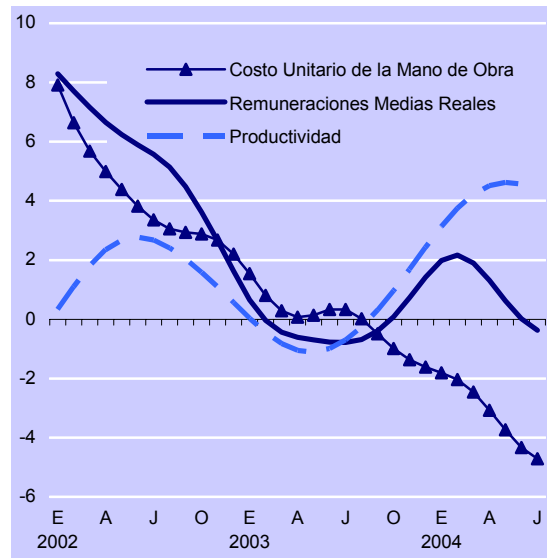
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.

**Gráfica 16 Industria Maquiladora**  
Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO  
Variación anual en por ciento

Tendencia



Tendencia



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

En lo que toca a la productividad laboral en el sector comercio al menudeo, ésta mantuvo el patrón de variaciones positivas observado desde principios de 2003, alcanzando un aumento de 7.9 por ciento durante los primeros siete meses de 2004. Al igual que en el trimestre previo, dicha trayectoria se explica por el dinamismo de las ventas, el cual a su vez ha sido apoyado por una mayor disponibilidad de crédito. El aumento en la productividad fue superior al alza en las remuneraciones reales por persona (3.0 por ciento en promedio en los primeros siete meses

del año), con lo cual continuó a la baja el costo unitario de la mano de obra, que de enero a julio del presente año disminuyó 4.7 por ciento en promedio (Gráfica 17).

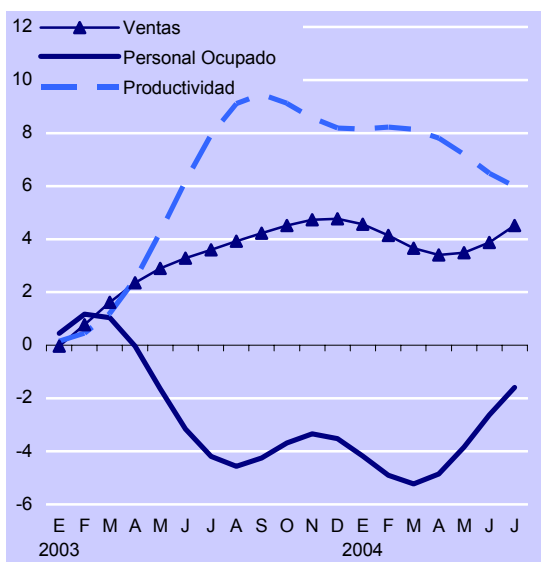
**Gráfica 17**

**Sector Comercio al Menudeo**

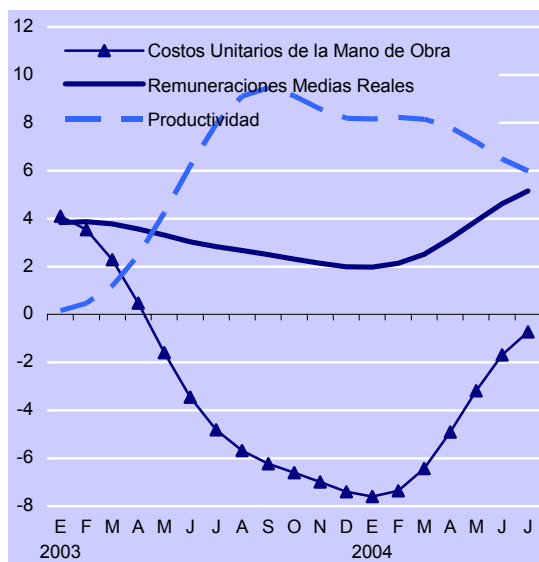
Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO

Variación anual en por ciento

Tendencia



Tendencia



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

**II.3.2.3. Empleo**

Los avances de la actividad económica durante el tercer trimestre de 2004 propiciaron que continuara ampliándose la demanda de trabajo, lo que fortaleció los diversos indicadores de empleo. La evolución del mercado laboral en dicho trimestre se caracterizó por los siguientes aspectos: a) incremento del empleo formal, medido tanto a tasa anual, como con relación al cierre del trimestre precedente; b) la generación de plazas de trabajo formal fue más vigorosa en los empleos permanentes que en los eventuales urbanos y, a nivel regional, resultó más elevada en la zona norte del país; y c) en el sector manufacturero se acentuó la recuperación del número de trabajadores inscritos en el IMSS. Por otra parte, la tasa de desempleo en las áreas urbanas aumentó. No obstante, ello se derivó fundamentalmente de un incremento de la tasa correspondiente en la Ciudad de México.

El número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se ubicó al cierre de septiembre de 2004 en 12,552,022 personas. Esta cifra resultó superior en 137,208 trabajadores a la del cierre del segundo

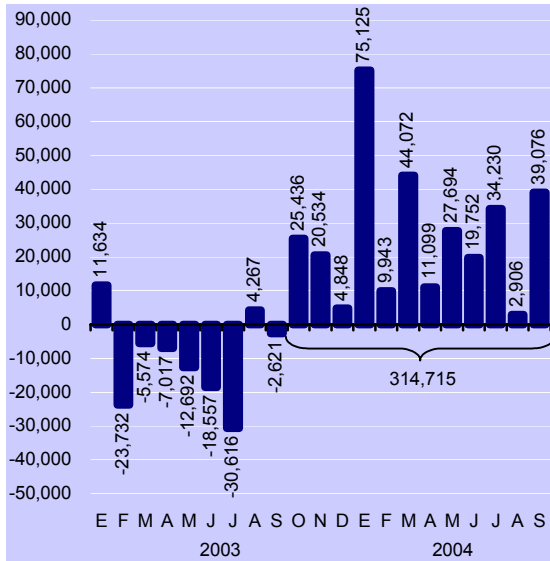
trimestre del presente año y en 312,093 trabajadores al nivel de septiembre de 2003. Esta última cifra se integró de 214,426 ocupaciones permanentes (69 por ciento) y 97,667 empleos eventuales urbanos (31 por ciento). Cabe señalar que, al ajustar estos datos por efectos estacionales, a septiembre el referido número de trabajadores ya había alcanzado doce meses consecutivos con aumento, para un total de 314,715 nuevos empleos formales. Sin embargo, a pesar de ese avance, el número de trabajadores asegurados en el IMSS todavía permaneció en septiembre por debajo del nivel que había alcanzado a finales de 2000 (Gráfica 18).

**Gráfica 18**

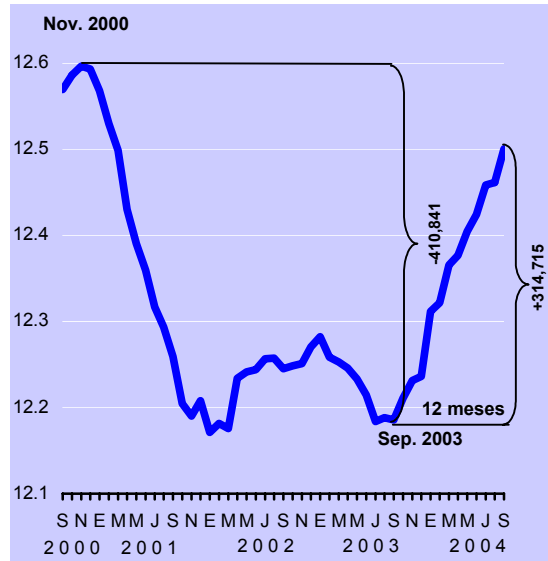
**Trabajadores Asegurados: Permanentes y Eventuales Urbanos**

Datos desestacionalizados

a) Número de Trabajadores Asegurados en el IMSS  
Variación mensual



b) Millones de Trabajadores Asegurados



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

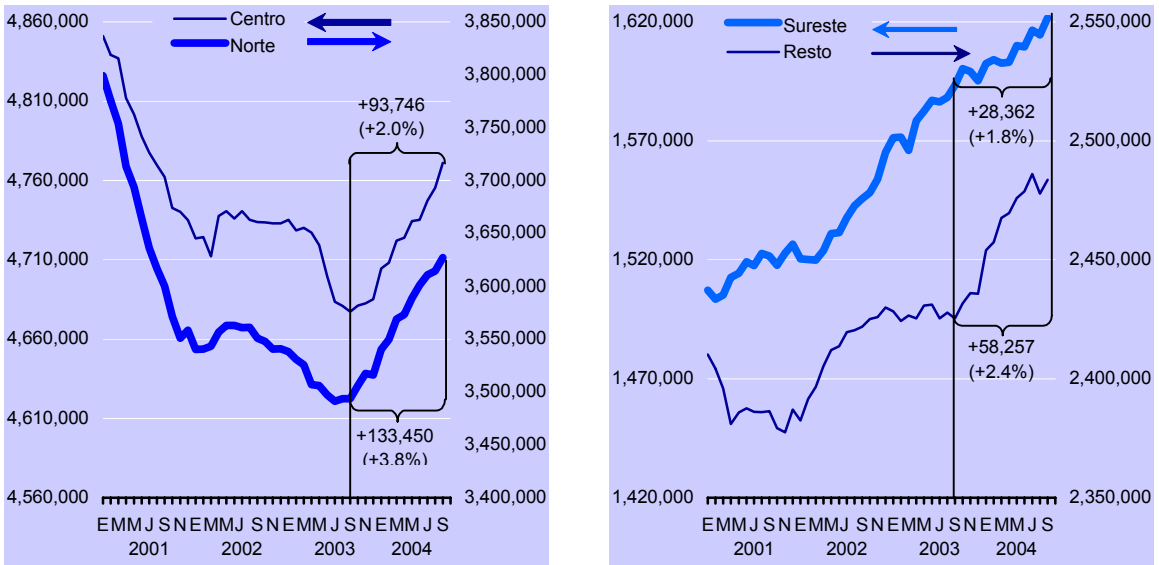
El avance que ha tenido el empleo formal en 2004 ha abarcado a la mayoría de los sectores económicos, resaltando el del sector manufacturero. El incremento en esta actividad resultó en los primeros nueve meses del año de 125 mil trabajadores (del cierre de diciembre de 2003 al de septiembre de 2004), habiendo destacado las siguientes divisiones: productos metálicos, maquinaria y equipo (68 mil trabajadores); textiles y prendas de vestir (18 mil personas); química y plásticos (17 mil trabajadores). A pesar de esta mejoría, al cierre de septiembre el empleo formal en el sector manufacturero, medido con datos ajustados por efectos estacionales, presentó un descenso de 702 mil trabajadores con relación a su nivel máximo registrado en noviembre de 2000.

Durante los primeros nueve meses del presente año, la generación de empleo mostró una mayor fortaleza en las entidades de la frontera norte del país (Gráfica 19). Este hecho es atribuible en buena medida al dinamismo que ha registrado la demanda externa proveniente de los Estados Unidos. Cabe comentar que, en 2004, el nivel de empleo en la industria maquiladora de exportación ha presentado un avance significativo. La mejoría medida con datos ajustados por efectos estacionales se inició en agosto de 2003 y, al cierre de julio del presente año, ya había llegado a 81,893 trabajadores, lo que implicó un alza acumulada de 7.8 por ciento en ese período.

**Gráfica 19**

**Empleo Formal en las Distintas Regiones del País\***

Número de trabajadores asegurados y datos desestacionalizados



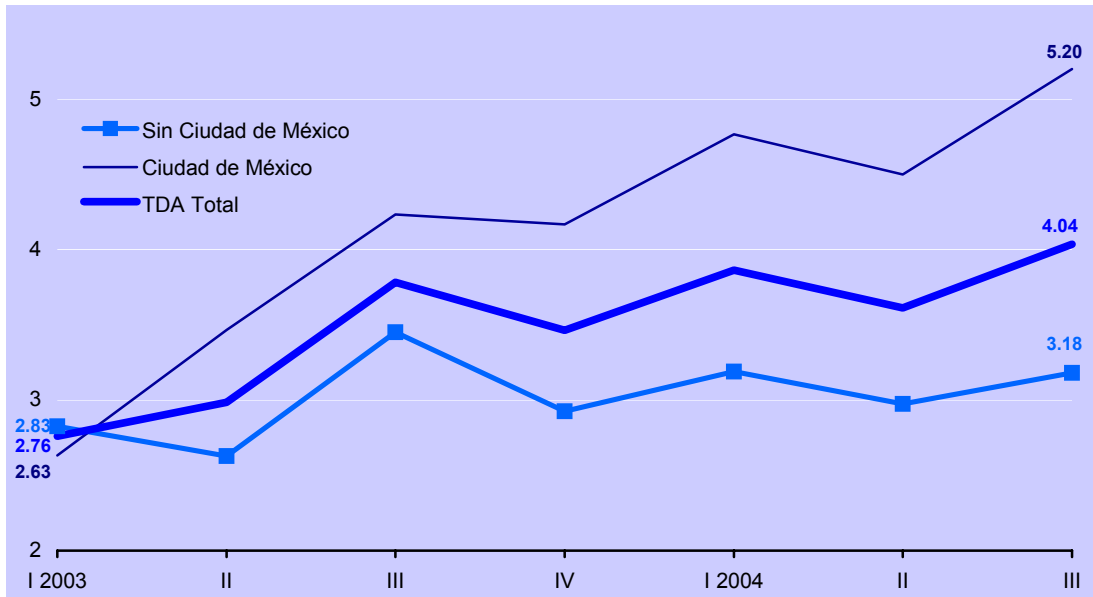
\* La región Centro comprende al Distrito Federal, Guanajuato, Hidalgo, México, Morelos, Puebla, Querétaro y Tlaxcala; la región Norte a Baja California, Baja California Sur, Coahuila, Chihuahua, Nuevo León, Sonora y Tamaulipas; la región Sureste a Campeche, Chiapas, Guerrero, Oaxaca, Quintana Roo, Tabasco,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

La mayor generación de empleos en el sector formal en 2004 no se ha traducido en una disminución de la tasa de desempleo en las áreas urbanas. De hecho, en el tercer trimestre dicha tasa, que se elabora considerando a 32 áreas urbanas del país, resultó en promedio de 4.04 por ciento, nivel por encima del promedio de 3.61 por ciento registrado en el segundo trimestre del año. Tal incremento se originó en buena parte por el alza que registró la tasa de desempleo en la Ciudad de México. Esta última ha seguido una tendencia al alza a lo largo de 2003 y en 2004 (Gráfica 20). Así, de medir la tasa de desempleo excluyendo del cálculo a la Ciudad de México, ésta presentaría en 2004 un aumento ligero.

Gráfica 20

**Tasa de Desempleo Abierto en las Áreas Urbanas: con y sin la Ciudad de México**

Por ciento



Fuente: La tasa de desempleo abierto total en las áreas urbanas y en la Ciudad de México provienen del INEGI y la tasa de desempleo sin la Ciudad de México es elaboración del Banco de México con datos del INEGI.

**II.3.3. Oferta y Demanda Agregadas**

La actividad económica en el país continuó fortaleciéndose durante el tercer trimestre de 2004. En ese periodo, tanto los indicadores de los componentes de la demanda agregada, como los de la producción, presentaron crecimientos anuales significativos. Lo anterior propició que continuara recuperándose la demanda de trabajo en el sector formal de la economía.

En general, los aspectos más sobresalientes en ese periodo de la evolución de la actividad económica en México fueron los siguientes: i) una expansión anual importante del producto; ii) recuperación de todos los renglones de la demanda agregada; iii) el crecimiento anual del gasto interno fue superior al que registró el PIB y respondió a aumentos considerables de los gastos en consumo e inversión; iv) el ritmo de la inversión fue más acelerado que en la primera mitad del año; v) la demanda externa fue el componente más dinámico de la demanda agregada; vi) se acrecentó el ritmo de recuperación de la producción industrial; vii) el avance del sector manufacturero abarcó a un mayor número de divisiones de actividad y estuvo favorecido por la mejoría de su componente de producción dedicado al mercado externo; y, viii) no obstante, se debilitaron diversos indicadores que se elaboran sobre la confianza y clima de negocios.

En el tercer trimestre el entorno externo continuó favoreciendo a la economía nacional. En particular, la información disponible sugiere que en los Estados Unidos repuntó el producto tras una inesperada desaceleración en el anterior trimestre. Así, en el tercer trimestre el dinamismo de la demanda externa se reflejó en un incremento anual de 13.9 por ciento de las exportaciones no petroleras, lo que permitió que se expandiera la producción industrial y manufacturera, se alentara la generación de empleos y, consecuentemente, se incentivara el gasto interno. Adicionalmente, el elevado valor de las exportaciones petroleras y la notable entrada de remesas familiares han proporcionado una fuente amplia de recursos al país, que ha resultado propicia para mantener el ritmo del consumo e incentivar a la inversión.

Entre los indicadores disponibles a la fecha sobre la evolución de la actividad económica en el tercer trimestre de 2004, destacan los siguientes aspectos:

- (a) La expansión del consumo se manifestó en los siguientes indicadores: i) en el bimestre julio-agosto las ventas al menudeo aumentaron 4.5 por ciento a tasa anual, con lo que alcanzaron veinte meses consecutivos con tasa positiva; ii) las ventas de las tiendas de la ANTAD registraron en el tercer trimestre un crecimiento anual de 9.9 por ciento (Gráfica 21), superior a lo observado en los dos trimestres previos (8.6 y 8.8 por ciento en el primero y segundo, respectivamente); y iii) las ventas al menudeo de vehículos mostraron un panorama positivo, al incrementarse 8.3 por ciento a tasa anual en el tercer trimestre de 2004. Tal evolución reflejó en buena medida una adquisición importante de unidades importadas.

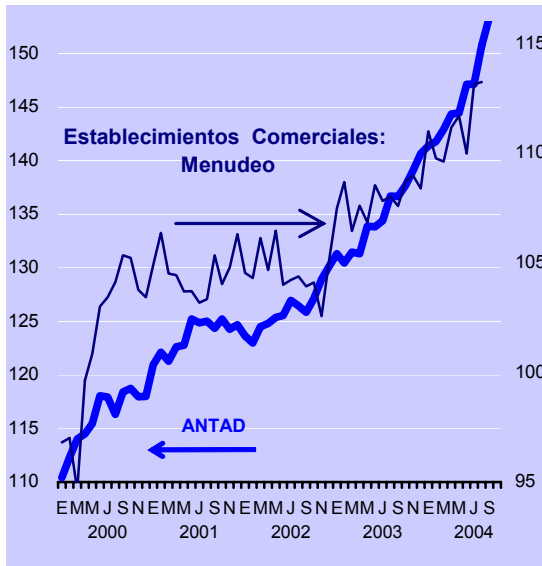


Gráfica 21

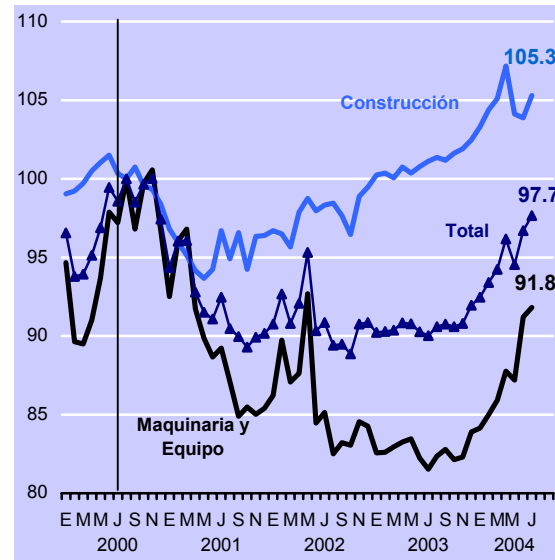
Indicadores de Gasto de Consumo y de Inversión

Datos desestacionalizados

a) Ventas en Establecimientos Comerciales  
1994=100



b) Inversión Fija Bruta  
Agosto de 2000=100



Fuente: INEGI y ANTAD. Desestacionalización efectuada por el Banco de México.

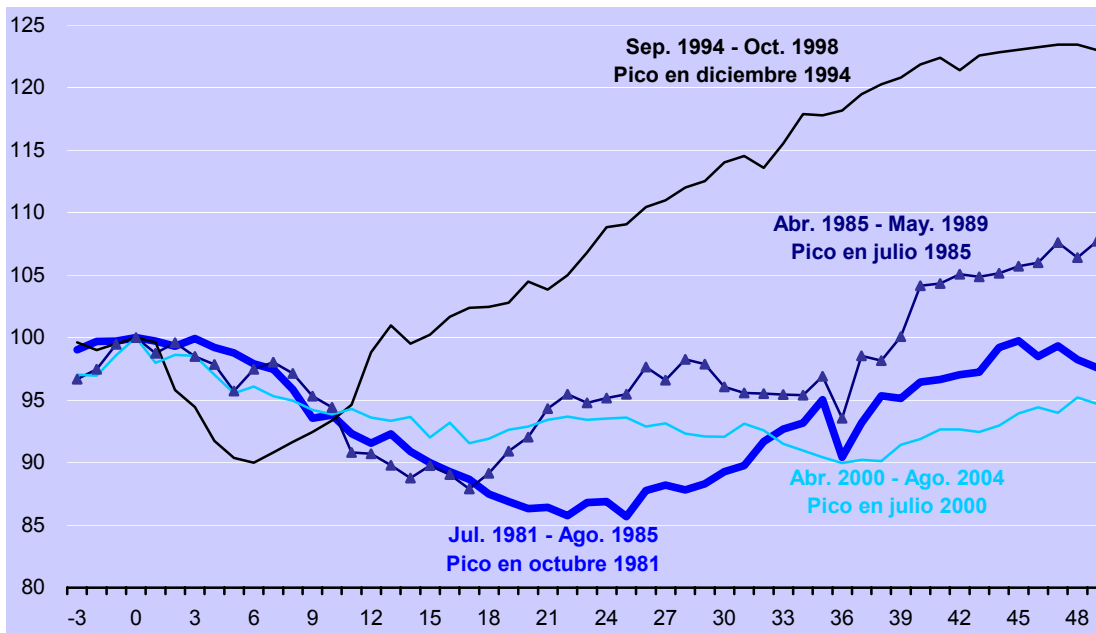
- (b) El crecimiento anual del gasto de inversión se acrecentó en el tercer trimestre. Así, en julio la inversión creció 7 por ciento a tasa anual (4.5 y 5.8 por ciento en el primero y segundo trimestres) y, con datos desestacionalizados, alcanzó ocho variaciones mensuales positivas en los últimos nueve meses. Por su parte, en el tercer trimestre las importaciones de bienes de capital mostraron un crecimiento anual de 14.7 por ciento. El componente de construcción en la inversión continuó su expansión, resultando su crecimiento anual en el bimestre julio-agosto de 4.59 por ciento. Dicha evolución respondió a una mayor construcción de vivienda y de obra pública en infraestructura. En el trimestre de referencia, el crédito otorgado por los distintos intermediarios financieros a la vivienda mostró un fuerte dinamismo, tanto el canalizado a la vivienda residencial, como a la de interés social.
  
- (c) En cuanto a la producción, en el mes de julio el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) mostró una tasa de crecimiento anual de 3 por ciento. Esta tasa se derivó de aumentos en los sectores industrial y de servicios, mientras que el agropecuario se contrajo. Esto último se debió a una caída a tasa anual de la superficie sembrada del ciclo primavera-verano, que no reflejó

debilidad de la actividad agrícola, sino solamente que dichas siembras fueron adelantadas en los meses previos para aprovechar la mayor humedad existente en la tierra de cultivo.

**Gráfica 22**

**Producción Manufacturera**

Datos desestacionalizados e índices = 100 en el valor máximo de cada ciclo de la producción



- (d) En el bimestre julio-agosto la producción industrial y la manufacturera presentaron tasas respectivas de crecimiento anual de 4.6 y 5.1 por ciento. Los niveles de producción en esos dos sectores comenzaron a recuperarse a partir de octubre de 2003. De hecho, con datos desestacionalizados el avance acumulado a agosto de 2004 resultó de 5.2 y 5.1 por ciento, respectivamente. No obstante lo anterior, todavía en ese mes los niveles de producción de ambas actividades se ubicaron 1.8 y 5.3 por ciento por debajo de sus máximos alcanzados en julio de 2000. En ese lapso los descensos correspondientes de las industrias textil y de prendas de vestir y de vehículos automotores resultaron de 20.6 y 13.7 por ciento, respectivamente. A pesar de la mejoría reciente que ha experimentado en su conjunto la producción manufacturera, ésta resulta inferior a la

registrada en otros ciclos de la actividad económica durante las últimas dos décadas (Gráfica 22).<sup>7</sup>

- (e) La producción de vehículos mostró descensos en los tres años del periodo 2001-2003 y lo mismo ocurrió durante el primer semestre de 2004. Ello contrasta con la expansión de 6.6 por ciento a tasa anual que registró en el tercer trimestre del año. Esa incipiente mejoría adquiere gran importancia dada la participación significativa que tiene esta actividad en la producción manufacturera.
- (f) Durante el tercer trimestre del año se debilitaron en su comparación trimestral los tres indicadores que se elaboran sobre la confianza y clima de los negocios en México. Así, el nivel promedio del Índice de Confianza de los Analistas del Sector Privado decreció 6.6 por ciento frente a su nivel del segundo trimestre, mientras que los descensos de los Índices de Confianza del Consumidor y de las Empresas Manufactureras fueron de 2.6 y 0.6 por ciento, respectivamente.

La expansión significativa que registró en el tercer trimestre el consumo privado, que es el principal componente de la demanda interna fue impulsada, entre otros, por los siguientes factores: mayor disponibilidad de financiamiento por parte de la banca comercial y de las cadenas comerciales; incremento de las remuneraciones medias reales en diversos sectores; mejoría del empleo en el sector formal; y un importante monto de remesas familiares recibidas del exterior, el cual es destinado primordialmente al gasto en consumo por las familias receptoras. Con relación al financiamiento, cabe señalar, por un lado, que en 2004 el crédito de la banca comercial a los hogares ha registrado un crecimiento anual en términos reales superior a 30 por ciento y, por otro, que el número de tarjetas de crédito casi se ha duplicado en los últimos tres años, al pasar de 7 a 13.3 millones al mes de agosto.

El gasto de inversión se fue fortaleciendo en los tres primeros trimestres de 2004, luego de tres años consecutivos de haber resentido caídas. Con ello, en el tercer trimestre dicho rubro alcanzó niveles cercanos a su máximo registrado en agosto de 2000. Un factor que ha desalentado una recuperación más robusta de este gasto ha sido la falta de avances en el país en las medidas pendientes de cambio estructural. En las diversas encuestas que

---

<sup>7</sup> Cabe señalar que en el sector manufacturero la recuperación de la industria maquiladora es más significativa cuando se considera a las cifras de exportación en lugar de las de producción.

recaba periódicamente el Banco de México en el sector manufacturero, en las empresas con inversión extranjera directa y entre los analistas económicos, se ha señalado repetidamente que ese factor representa el principal obstáculo para alcanzar mayores niveles de inversión en el país. De instrumentarse dichas reformas, se conseguirían avances significativos de la productividad y la competitividad de los distintos sectores de la actividad económica.

Durante el tercer trimestre de 2004 las exportaciones de bienes y servicios contribuyeron de manera significativa al crecimiento anual del producto, siendo el rubro de la demanda agregada con mayor expansión. Tal evolución es atribuible al comportamiento positivo que ha registrado la demanda externa, tanto de Estados Unidos, como de otros mercados. De esa manera, al tercer trimestre de 2004 las exportaciones de bienes y servicios alcanzaron cuatro trimestres consecutivos con variación anual positiva.

La evolución descrita de una amplia gama de indicadores permite prever que, durante el tercer trimestre de 2004, el crecimiento anual del PIB haya resultado cercano a 4 por ciento.<sup>8</sup> Con datos desestacionalizados, ello implicaría un aumento trimestral significativo (de aproximadamente 0.4 por ciento a tasa trimestral), pero menor a los registrados en el primero y segundo trimestres del año (de 1.3 y 1.1 por ciento, respectivamente).

En cuanto al efecto de la demanda agregada sobre los precios, es importante destacar que este tipo de presiones puede presentarse en diferentes momentos a lo largo de la fase de recuperación del ciclo económico, dependiendo de la holgura que los diferentes sectores vayan presentando en su capacidad productiva. Así, es posible que el dinamismo de la demanda agregada esté más cerca de presionar a los precios en algunas ramas o sectores que en otros. Incluso, algunos productores podrían estar ya cerca de enfrentar condiciones que les permitan incrementar sus precios con mayor facilidad. Asimismo, es claro que en un entorno donde la demanda agregada se expande con relativo vigor, se facilita que las diferentes perturbaciones de oferta provenientes del exterior contaminen las expectativas de inflación y, por tanto, se traspasen a los precios al consumidor.

---

<sup>8</sup> Con relación a la evolución del PIB y de la oferta y demanda agregadas, cabe señalar que la última información oficial disponible se refiere al segundo trimestre de 2004. En dicho periodo sobresalió el crecimiento anual de las exportaciones de bienes y servicios (de 14.4 por ciento) y del consumo privado (5.4 por ciento). En el caso de la formación bruta de capital se observó una mayor consolidación de su crecimiento (a 5.8 por ciento), que reflejó incrementos anuales de la inversión privada (6.8 por ciento) y pública (1.6 por ciento).

### **II.3.4. Balanza de Pagos y Flujos de Capital**

Durante el tercer trimestre de 2004 la evolución del sector externo de la economía mexicana se caracterizó por los siguientes aspectos: a) importante crecimiento a tasa anual de las exportaciones de mercancías, tanto de las no petroleras, como de las petroleras; b) una rápida expansión anual de las importaciones, destacando el repunte de las de bienes de capital; c) déficit moderados en las balanzas comercial y de la cuenta corriente; d) una evolución muy favorable del ingreso de recursos por remesas familiares; e) un saldo reducido superavitario de la cuenta de capital; y, f) una modesta desacumulación de reservas internacionales netas.

La evolución del comercio exterior en el tercer trimestre del presente año continuó beneficiándose del comportamiento de la demanda externa, que condujo a una elevada expansión de las exportaciones manufactureras. Ese dinamismo implicó, considerando los insumos importados que se requieren para la producción de esas exportaciones, que las adquisiciones en el exterior de bienes intermedios mostraran un incremento importante. Asimismo, los avances mostrados en el escenario interno por la actividad económica nacional y por el gasto interno, se reflejaron en un aumento de los distintos rubros de importaciones de mercancías. En cuanto al mercado petrolero internacional, éste siguió caracterizándose por elevados precios del crudo, lo que propició un incremento significativo del valor de las exportaciones petroleras de México.

En el tercer trimestre de 2004, el déficit de la balanza comercial resultó de 2,101 millones de dólares. En ese lapso, las exportaciones de mercancías mostraron un incremento anual de 16.3 por ciento, derivado de aumentos de 35.1 por ciento de las exportaciones petroleras y de 13.9 por ciento de las no petroleras. Dentro de estas últimas, las de bienes manufactureros se incrementaron 13.8 por ciento a tasa anual. Por su parte, en el trimestre las importaciones de mercancías registraron un incremento anual de 17.1 por ciento. Los aumentos correspondientes de las de bienes intermedios resultaron de 16.8 por ciento, de las de consumo de 21.1 por ciento y de las de bienes de capital de 14.7 por ciento. La recuperación de estas últimas en 2004 contrasta con las caídas que presentaron en los tres años previos. La evolución positiva del comercio exterior también se hizo notoria en los datos desestacionalizados, mismos que muestran que, en el trimestre de referencia, el valor de las exportaciones petroleras alcanzó nuevos incrementos y que el de las no petroleras mantuvo el dinamismo mostrado en la primera mitad del año

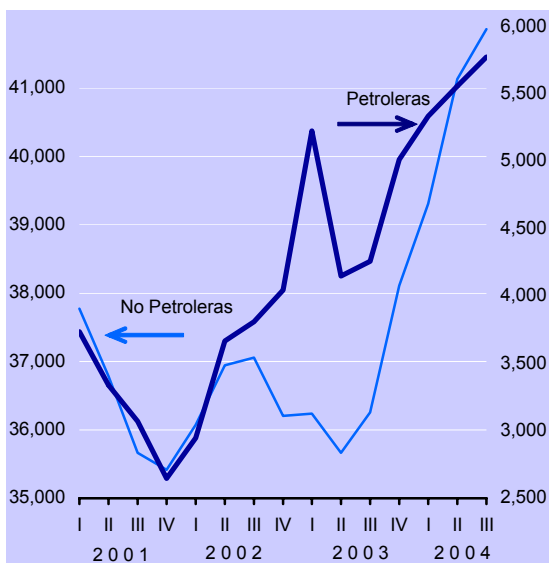
(Gráfica 23). En cuanto a la evolución de las importaciones, los tres rubros en que se clasifican continuaron con una tendencia al alza.

**Gráfica 23**

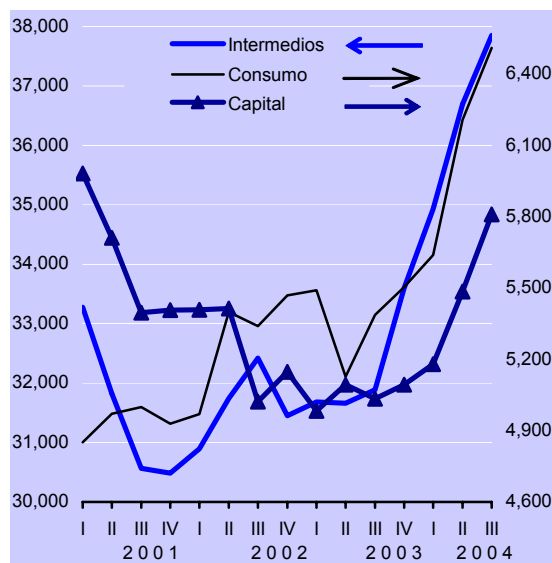
**Comercio Exterior**

Series desestacionalizadas, millones de dólares por trimestre

a) Exportaciones



b) Importaciones



Fuente: Banco de México.

Las exportaciones de mercancías de México a Estados Unidos registraron un crecimiento anual elevado en el bimestre julio-agosto de 2004 (13.3 por ciento). No obstante, al igual que ocurrió durante el primer semestre del año, dicho aumento resultó menos vigoroso que el que presentaron las exportaciones conjuntas del resto de los socios comerciales de ese país (19.9 por ciento). Lo anterior implicó que descendiera la participación de los productos mexicanos en las importaciones totales de los Estados Unidos, que pasó de 10.73 por ciento en el bimestre julio-agosto de 2003, a 10.20 por ciento en ese lapso del presente año (Cuadro 10). Dentro de las importaciones de Estados Unidos sobresale el comportamiento que han tenido las provenientes de China, que observaron en el bimestre julio-agosto un crecimiento anual de 30.98 por ciento. Cabe señalar que en los últimos tres años las exportaciones mexicanas del sector automotriz no han tenido un desempeño favorable en el mercado estadounidense. Si se excluyen tales productos de las exportaciones de México hacia Estados Unidos, al igual que las de petróleo, resulta que el resto de las exportaciones a ese mercado presentaron un crecimiento de 18.53 por ciento, tasa un poco más baja que la de 19.92 por ciento que alcanzaron las exportaciones comparables de los demás socios comerciales de ese país.

**Cuadro 10** **Importaciones de los Estados Unidos**  
Por ciento

	Participación				Variaciones Porcentuales Anuales: Julio-Agosto 2004				
	2002	2003	Jul-Ago 2003	Jul-Ago 2004	Total	Petróleo	Total sin Petróleo	Automotriz	Total sin Petróleo y sin Automotriz
<b>Total</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>19.22</b>	<b>26.80</b>	<b>18.51</b>	<b>11.96</b>	<b>19.80</b>
Total s/México	88.41	89.02	89.27	89.80	19.93	28.38	19.17	14.82	19.92
Total s/México y s/China	77.63	76.89	76.31	75.56	18.05	28.44	16.95	14.82	17.40
1. Canadá	18.00	17.63	16.51	16.69	20.51	28.47	19.86	17.60	20.65
2. China	10.78	12.13	12.96	14.24	30.98	0.07	31.02	--	31.02
<b>3. México</b>	<b>11.59</b>	<b>10.98</b>	<b>10.73</b>	<b>10.20</b>	<b>13.32</b>	<b>17.08</b>	<b>12.86</b>	<b>0.68</b>	<b>18.53</b>
4. Japón	10.46	9.39	9.15	8.69	13.22	--	13.22	8.09	16.52
5. Alemania	5.38	5.42	5.20	5.28	21.12	--	21.12	25.84	18.84
6. Reino Unido	3.51	3.40	3.28	2.89	5.28	--	-2.58	-4.08	-2.34
7. Corea	3.06	2.96	2.87	3.04	26.63	--	26.63	31.02	25.41
8. Taiwan	2.77	2.51	2.59	2.43	12.05	--	12.05	21.32	11.59
9. Francia	2.43	2.32	2.29	2.01	4.60	--	4.60	--	4.60
10. Malasia	2.07	2.02	2.17	1.99	9.25	-45.73	10.64	--	10.64
Suma de 10 países	70.05	68.77	67.74	67.47	18.74	31.62	18.24	12.23	19.81

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

En el tercer trimestre de 2004 los ingresos por remesas familiares sumaron 4,541 millones de dólares, lo que significó un incremento anual de 20.3 por ciento. Con lo anterior, en los primeros nueve meses del presente año los ingresos por remesas familiares ascendieron a 12,419 millones para un crecimiento anual de 23.8 por ciento. Dicho flujo se derivó de 37.9 millones de transacciones, con un monto promedio de 328 dólares. Así, en el periodo de referencia el valor de las remesas resultó equivalente a 81 por ciento del valor de las exportaciones de petróleo crudo y a 87 por ciento del superávit comercial del sector maquilador.

La información referida en los párrafos anteriores, así como la disponible sobre otros rubros de la cuenta corriente de la balanza de pagos, permiten estimar que, en el tercer trimestre de 2004, el déficit de dicha cuenta se haya ubicado en alrededor de 2.2 miles de millones de dólares. Tal saldo deficitario resulta muy cercano al del mismo trimestre de 2003 (2,114 millones). De esa manera, el déficit acumulado de la cuenta corriente en los primeros nueve meses de 2004 sumaría 4.5 miles de millones de dólares, cifra menor a la de 5.7 miles de millones registrada en el lapso comparable del año pasado.

Por otra parte, también se estima que en el tercer trimestre del año la cuenta de capital (incluyendo errores y omisiones) haya presentado una pequeña entrada de recursos de 0.7 miles de millones de dólares. En los resultados de dicha cuenta destaca una entrada moderada por inversión extranjera, como resultado de flujos positivos tanto en el renglón de inversión directa, como en el de cartera. En el trimestre, el sector público efectuó dos colocaciones de bonos. Una de ellas correspondió a un bono global del Gobierno Federal a 30 años por 1,500 millones de dólares. Los

recursos obtenidos se aplicarán al pago de pasivos externos que vencen en 2005 y que fueron contratados en su oportunidad en condiciones menos favorables que las ahora convenidas. La segunda colocación fue realizada por Pemex y ascendió a 1,750 millones de dólares. Asimismo, en el trimestre de referencia, el sector privado efectuó tres emisiones de valores en el exterior por un monto total de 854 millones de dólares a un plazo promedio de 6.3 años.

En resumen, en el tercer trimestre de 2004 la evolución de la balanza de pagos de México se caracterizó por un déficit moderado en la cuenta corriente de 2.2 miles de millones de dólares, un pequeño flujo neto de entrada en la cuenta de capital de 0.7 miles de millones (incluyendo errores y omisiones) y una desacumulación de reservas internacionales de 1,513 millones de dólares.

## **II.4. La Política Monetaria durante el Tercer Trimestre de 2004**

---

### **II.4.1. Acciones de Política Monetaria**

A lo largo del año, la política monetaria ha enfrentando diversos retos, a saber:

- (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 sobre la inflación que surjan de la fase del ciclo por la que atraviesa la economía, y
- (c) propiciar que el tránsito de la economía hacia un entorno de mayor restricción monetaria a nivel global sea ordenado.

Durante el tercer trimestre algunos de estos factores incrementaron su incidencia alcista sobre los precios, mientras que otros aminoraron su posible impacto negativo. No obstante, el balance entre ellos dio como resultado un aumento considerable de la inflación general, al alcanzar ésta un nivel de 5.06 por ciento en septiembre.

Como se ha mencionado a lo largo de este Informe, el alza en la inflación es atribuible principalmente a diversas



perturbaciones de oferta que han incidido sobre diferentes subíndices del INPC a lo largo de todo el año. Destacan, por su magnitud y persistencia, los elevados precios de los energéticos y de los productos metálicos y pecuarios en los mercados internacionales. Ante esta situación, los costos de producción de diversos genéricos en nuestra economía que utilizan dichos bienes como insumos se han visto seriamente afectados, propiciando una elevación de la inflación general.

Ante esta coyuntura, en donde las perturbaciones que han impactado adversamente al nivel de la inflación se han generado principalmente en el exterior y dado que, por su misma naturaleza, deberían tener efectos únicamente de carácter temporal, conviene ahondar en los elementos que se consideran para determinar la respuesta de política monetaria.

Por ello, y al igual que en otras ocasiones, conviene recordar la utilidad de identificar tanto el origen como las características de las presiones inflacionarias. Cuando éstas tienen su origen por el lado de la oferta, suelen reflejar cambios en precios relativos que afectan la inflación temporalmente. Por ello, se sugiere no cambiar la postura de política, vigilando no obstante que dichas perturbaciones no contaminen el proceso de determinación de precios en la economía (efectos de segundo orden). Es importante enfatizar que esta prescripción debe matizarse en el caso de una economía que aún no ha convergido a su objetivo de inflación de largo plazo. Bajo estas condiciones, la política monetaria deberá mantener un mayor sesgo restrictivo para coadyuvar al proceso de desinflación. Por otro lado, cuando provienen por el lado de la demanda, la recomendación es que la autoridad monetaria restrinja su política a fin de evitar que propicien un aumento generalizado de los precios (Recuadro 4).

Al considerar la evolución de la economía global durante los últimos años, es evidente que se han dado cambios importantes tanto en su estructura de producción, como en la de su demanda por insumos. Como resultado de este proceso, se han venido presentando cambios considerables de precios relativos, que se han manifestado principalmente en alzas en los precios de los bienes primarios. Por supuesto, para economías como México que no pueden afectar los precios de dichos bienes en los mercados internacionales, ello implica que se registrarán temporalmente presiones inflacionarias.

## Recuadro 4

## Presiones Inflacionarias y la Conducción de la Política Monetaria

El análisis de las presiones inflacionarias es un aspecto fundamental para la conducción de la política monetaria, ya que la respuesta del banco central ante dichas presiones depende del origen y de las características de las mismas. En particular, es importante identificar si éstas provienen por el lado de la demanda o por el lado de la oferta, puesto que su efecto sobre la inflación es diferente.

Las presiones inflacionarias que provienen por el lado de la demanda tienen su origen en una expansión del gasto de la economía, por lo que son generalizadas. Por tanto, su efecto no se concentra en el precio de un producto o en los precios de un sector en particular. Así, cuando las presiones son de este tipo, suele aconsejarse que la autoridad monetaria restrinja la postura de política monetaria para contrarrestar su efecto sobre la inflación. De lo contrario, se corre el riesgo que su efecto sobre ésta sea prolongado.

Por otra parte, las presiones inflacionarias asociadas a cambios en los costos de producción de algún bien en particular, ya sea por variaciones en los precios internacionales o por aspectos privativos del sector, se les conoce como choques de oferta. Estas presiones tienen la característica de concentrarse en el precio de uno o unos cuantos bienes. Por lo general, el efecto de estos choques sobre el precio del bien en cuestión es de una sola vez (ó acotado a cierto periodo de tiempo), asociado a un cambio en precios relativos (efecto de primer orden), por lo que su efecto sobre la inflación es transitorio. En este caso, la recomendación de política monetaria consta de dos partes.

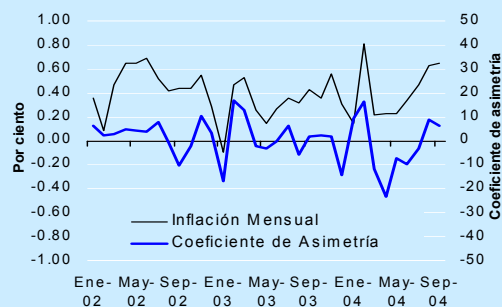
En primera instancia, se sugiere que la autoridad mantenga la postura de política sin cambio. Esto debido a que la naturaleza del choque es transitoria y sus efectos sobre la inflación se desvanecen sin afectar el nivel de ésta en el mediano plazo. En caso contrario, si se buscara evitar el aumento transitorio en la inflación general que resulta de este tipo de choques, sería necesario restringir la postura de política monetaria de forma tal que la inflación de otros bienes, que no se vieron afectados por el choque de oferta, disminuya y compense el aumento en la inflación general ocasionado por el bien afectado por el choque. Sin embargo, esta medida implicaría frenar, innecesariamente, la actividad económica, ya que por su naturaleza, el efecto de este tipo de choques sobre la inflación general es transitorio. Por consiguiente, la recomendación es esperar a que el efecto del choque sobre la inflación desaparezca. Es importante enfatizar que esta última prescripción de política debe matizarse en el caso de una economía que aún no ha convergido a su objetivo de inflación de largo plazo. Bajo estas condiciones, la política monetaria deberá mantener un mayor sesgo restrictivo para coadyuvar al proceso de desinflación.

La segunda parte de la recomendación ante presiones inflacionarias que tienen su origen en la oferta es vigilar el comportamiento de las expectativas de inflación y, en general, el proceso de determinación de precios en la economía. Si en respuesta al aumento temporal en la inflación se presentan incrementos en sus expectativas de mediano y largo plazo, que den lugar a revisiones generalizadas en los precios (efectos de segundo orden), se podría poner en riesgo el que la inflación regrese a su nivel original una vez que el efecto del choque de oferta haya desaparecido. Por tanto, se recomienda que la autoridad monetaria restrinja su postura de política para evitar el alza generalizada de precios. Con esto se busca que tanto la inflación como sus expectativas regresen a su nivel original.

Durante 2003 y 2004, el aumento en los precios de diversas materias primas en los mercados internacionales ha propiciado que tanto en México como en otros países se hayan presentado

incrementos en los precios de alimentos, metales y energéticos. Una forma de mostrar que estas presiones inflacionarias han provenido del lado de la oferta, es a través de un análisis estadístico de la distribución de las variaciones mensuales en el precio relativo de cada genérico incluido en el INPC. Por lo general, los choques de oferta propician cambios en el precio relativo de uno o más genéricos. Estos cambios se ven reflejados en los diferentes momentos de la distribución mencionada. Por ejemplo, si en respuesta al choque de oferta el precio relativo de uno o varios genéricos se incrementa de manera importante, el coeficiente de asimetría de dicha distribución también presenta un aumento de consideración. Por el contrario, si el aumento en la inflación tiene su origen en la demanda, es decir, es un aumento generalizado de precios (presente en múltiples genéricos), entonces no se presentarían variaciones importantes o extremas en el precio relativo de ningún genérico. En este caso, el coeficiente de asimetría de la distribución de las variaciones mensuales de precios relativos no tendría porque cambiar. Por consiguiente, cuando las presiones inflacionarias tienen su origen en la oferta, junto con las variaciones en la inflación se observan cambios importantes y en la misma dirección en el coeficiente de asimetría de dicha distribución.

**Gráfica 1**  
Inflación Mensual y Coeficiente de Asimetría de la Distribución de las Variaciones Mensuales de Precios Relativos\*



\*Datos desestacionalizados y ponderados por su incidencia.

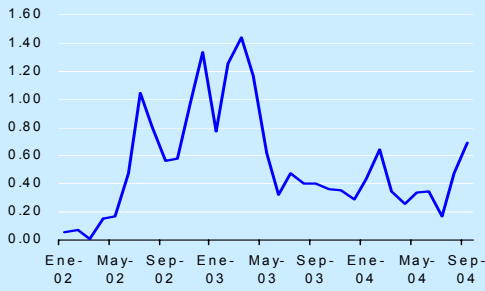
En la Gráfica 1 se muestra que los aumentos recientes en la inflación general han coincidido con un aumento en el coeficiente de asimetría de la distribución de las variaciones en precios relativos (coeficiente de correlación de 0.59 de enero de 2002 a septiembre de 2004). Estos resultados muestran que, durante 2004, la economía ha estado sujeta a presiones inflacionarias de consideración por el lado de la oferta.

Otro ejercicio que permite ilustrar el impacto de los choques de oferta sobre la inflación general consiste en calcular el efecto que sobre ésta tienen las variaciones mensuales extremas en el precio de los genéricos incluidos en el INPC, las cuales están asociadas a cambios en precios relativos. En la Gráfica 2 se muestra que durante 2004, las variaciones de precios del 10% superior de la cola derecha de la distribución han tenido un efecto al alza sobre la inflación general superior al efecto a la baja de las variaciones del 10% inferior de la cola izquierda de la distribución. Esto muestra que durante el año, la inflación general se ha visto afectada de manera importante por variaciones positivas de precios relativos.

En la medida en que la inflación ha venido aumentando a consecuencia de los choques de oferta, las expectativas de inflación general para horizontes de corto (2004) y mediano (2005) plazo también han presentado incrementos (Gráfica 3).

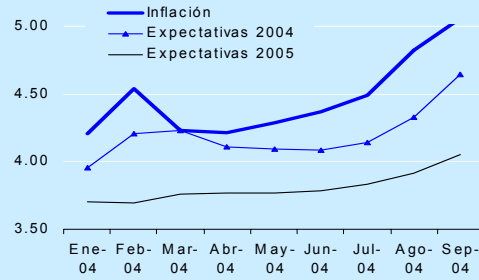
Esto muestra que ante el escenario de presiones inflacionarias provenientes por el lado de la oferta, las expectativas de inflación se han contaminado. Ante estos eventos, la Junta de Gobierno del Banco de México ha venido restringiendo la postura de política monetaria, a fin de que tanto la inflación como las expectativas de la misma retomen una trayectoria decreciente hacia la meta de 3 por ciento.

**Gráfica 2**  
**Contribución de las Variaciones Extremas (Superiores e Inferiores) en el Precio de Algunos Genéricos sobre la Inflación General\***  
Puntos porcentuales



\*Para este cálculo se ordenan de mayor a menor las variaciones mensuales desestacionalizadas de los precios de los genéricos incluidos en el INPC en función de la contribución que cada uno tiene a la variación de dicho índice. Posteriormente, se calcula la contribución de las variaciones en el precio de los genéricos del 10 por ciento superior e inferior de las colas de la distribución.

**Gráfica 3**  
**Inflación Anual y Expectativas de Inflación\***  
Por ciento



\*Encuesta del Banco de México: "Especialistas del Sector Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado".

En este contexto, deben resaltarse dos cuestiones: en primer lugar, como es de esperarse dada la naturaleza de las perturbaciones referidas, los precios afectados se han concentrado principalmente en los subíndices de precios administrados y pecuarios del componente no subyacente de la inflación, así como en el de alimentos del subyacente; en segundo lugar, a pesar de que el resto de los subíndices de precios que conforman el INPC no se han visto impactados de manera importante, las expectativas de inflación para el mediano y el largo plazo ya se han visto afectadas.

En este sentido, la autoridad monetaria tiene que actuar oportunamente para contener los efectos que dichas presiones puedan ejercer sobre las expectativas de inflación, ya que ello podría conducir a que la formación de precios en la economía pudiera verse afectada de manera generalizada.

En el caso de México, durante el presente año el panorama inflacionario se ha visto complicado por el hecho de que la economía nacional viene atravesando la fase alta de su ciclo, lo que puede facilitar que las presiones sobre los costos provenientes del exterior se traspasen a otros precios.

Finalmente, para tener un mejor entendimiento de cómo se ha venido conduciendo la política monetaria, también es importante recordar el hecho de que el entorno financiero mundial actualmente transita hacia uno de mayor restricción monetaria. Si

bien la perspectiva de una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda agregada en los Estados Unidos ha conducido a la expectativa de que dicha transición será más lenta y menos volátil que lo previsto hace algunos meses, también es conveniente resaltar lo rápido que dicha percepción puede cambiar.

En suma, la evolución reciente de las cotizaciones internacionales de los bienes primarios, en un contexto donde la demanda agregada nacional crece con relativo vigor, ha conducido a que la inflación se haya visto constantemente presionada al alza durante el presente año. A su vez, esta situación ha propiciado que hayan comenzado a contaminarse las expectativas de inflación de mediano y largo plazos (Gráfica 24).

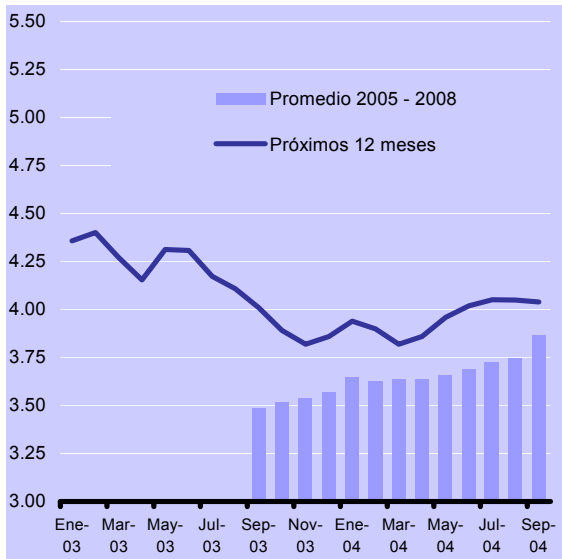
En consecuencia, durante todo el año la Junta de Gobierno del Banco de México ha venido restringiendo la postura de la política monetaria. En particular, durante el trimestre julio-septiembre aumentó el “corto” en tres ocasiones: el 23 de julio de 37 a 41 millones de pesos diarios; el 27 de agosto a 45 millones de pesos; y el 24 de septiembre a 51 millones de pesos. A estas medidas hay que agregar lo señalado por el Instituto Central en el sentido de que, mientras así lo juzgue conveniente, espera que las condiciones monetarias internas reflejen, al menos, la mayor astringencia que se presente en los Estados Unidos.

**Gráfica 24**

**Expectativas de Inflación: Encuesta Banco de México**

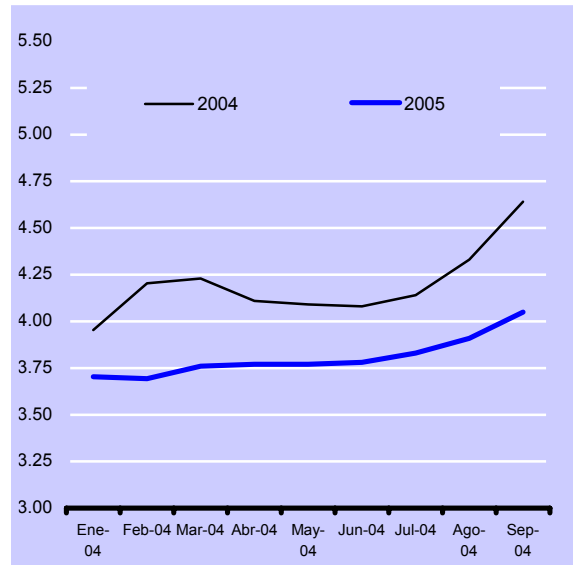
1a. Expectativas de Inflación para los próximos 12 meses y promedio para 2005-2008

Por ciento anual



1b. Expectativas de Inflación para 2004 y 2005

Por ciento anual

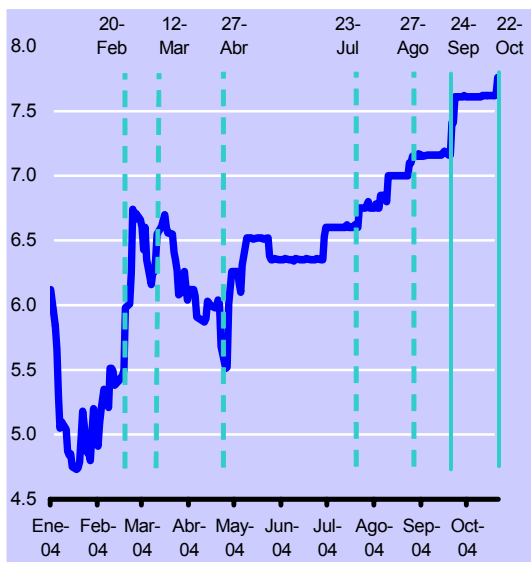


Como resultado de las acciones descritas, las tasas de interés internas de corto plazo han mostrado una elevación considerable (al cierre del tercer trimestre, la tasa de interés de fondeo bancario alcanzó 7.62 por ciento, cifra superior en 289 puntos base a su nivel más bajo del año), a la vez que los rendimientos a plazos mayores han disminuido con relación a lo observado hacia finales del segundo trimestre (Gráfica 25). Esto ha dado por resultado un “aplanamiento” de la curva de rendimientos en los últimos meses.

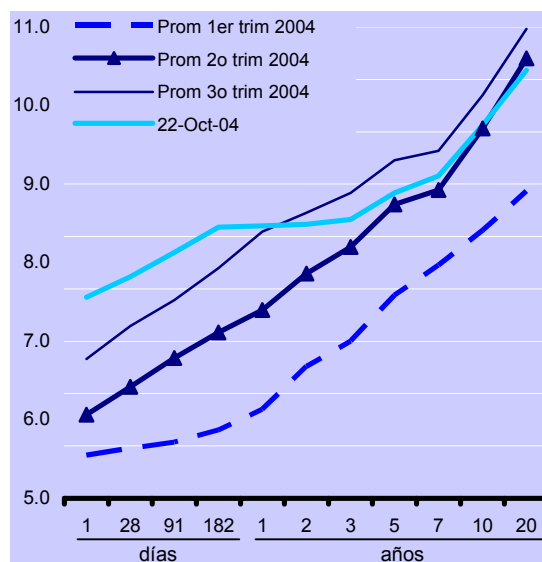
Si bien el entorno financiero externo ha favorecido flujos de capital hacia nuestro país, parte de lo cual se ha traducido en un incremento en la demanda de papel de largo plazo, incidiendo en la baja de los réditos correspondientes, los esfuerzos de la autoridad monetaria por restringir su postura de política y con ello anclar las expectativas de inflación han sido centrales en este proceso.

**Gráfica 25 Tasas de Interés en México**

**2a. Fondo Bancario y Cambio en el "corto"**  
Por ciento anual



**2b. Curva de Rendimiento en México**  
Por ciento anual



Nota: La línea discontinua se refiere a un incremento en el "corto" de 4 mp y la continua de 6 mp.

Así, ante las diferentes presiones que se han cernido sobre la inflación y el incremento que se ha presentado en sus expectativas para diferentes horizontes, el Banco de México reitera su compromiso de adoptar las medidas necesarias para restablecer la trayectoria de la inflación hacia su objetivo puntual de 3 por ciento.

**II.5. Agregados Monetarios y Crediticios**

**II.5.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales**

Durante los primeros nueve meses de 2004, la base monetaria creció en promedio a una tasa anual de 14 por ciento, crecimiento inferior en 3.1 puntos porcentuales al observado en el mismo período del año previo.<sup>9</sup> Esto apunta, como se ha señalado en informes previos, a un menor dinamismo en el proceso de remonetización que se originó tras la tendencia a la baja que mostraron las tasas de interés en los últimos años.

En el trimestre julio-septiembre, los activos internacionales se incrementaron 1.8 miles de millones de dólares,

<sup>9</sup> Variaciones calculadas con base en el promedio de saldos diarios.

con lo que su saldo al 30 de septiembre fue de 62.3 miles de millones de dólares. Por su parte, en el mismo período la base monetaria se incrementó en 1.9 miles de millones de pesos. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó 18.4 miles de millones de pesos en el tercer trimestre del año (Cuadro 11).

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

	Saldos		Flujos en 2004			
	Al 31 Dic. 2003	Al 30 Sep. 2004	Trimestre			Acumulados al 30 de sep. de 2004
			I	II	III	
(A) Base Monetaria (Pesos)	303,614	280,789	-36,190	11,422	1,942	-22,825
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) <sup>1/ 2/</sup>	663,657	709,711	28,771	-13,209	20,313	35,875
Activos Internacionales Netos (Dólares) <sup>2/</sup>	59,059	62,319	2,646	-1,186	1,800	3,260
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] <sup>1/</sup>	-360,043	-428,923	-64,960	24,631	-18,371	-58,700
(D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] <sup>3/</sup>	57,435	57,615	1,614	79	-1,513	180
(E) Reserva Bruta (Dólares)	59,028	62,276	2,631	-1,183	1,800	3,248
Pemex			3,268	2,484	5,102	10,855
Gobierno Federal			880	-1,446	-2,585	-3,151
Venta de dólares a la banca <sup>4/</sup>			-1,938	-1,892	-1,430	-5,260
Otros <sup>5/</sup>			421	-329	712	804
(F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	1,593	4,661	1,017	-1,262	3,313	3,068

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. Asimismo, se considera el resultado por el cambio de valor en términos de dólares de los EUA de las operaciones de compra-venta de divisas concertadas a la fecha.

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 del Banco de México del 20 de marzo de 2003).

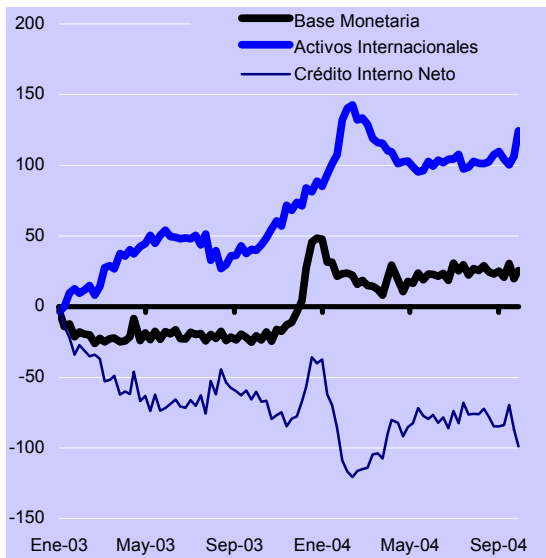
5/ Incluye los rendimientos de los activos internacionales netos y otras operaciones.

Las reservas internacionales registraron una reducción de 1,513 millones de dólares durante julio-septiembre.<sup>10</sup> Esto como resultado de un incremento en los pasivos a menos de seis meses del Banco Central por 3,313 millones de dólares y una acumulación en la reserva bruta de 1,800 millones de dólares, para el período en cuestión. La variación en la reserva bruta, se debió principalmente a las ventas de divisas de PEMEX al Banco de México por 5,102 millones de dólares, la adquisición de 2,585 millones de dólares por parte del Gobierno Federal y la venta de dólares a través del mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales por 1,430 millones de dólares. Como se ha mencionado en informes pasados, el citado mecanismo de venta de dólares ha permitido atenuar el ritmo de acumulación de las reservas internacionales (Gráfica 26).

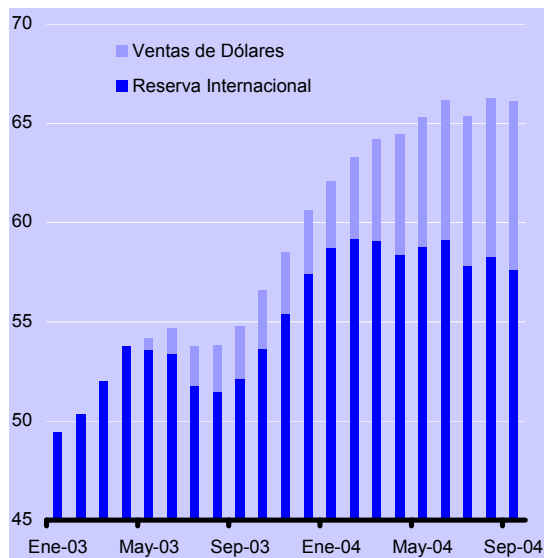
<sup>10</sup> La reserva internacional se define en la Ley del Banco de México.

**Gráfica 26 Base Monetaria y Reservas Internacionales**

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



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



## II.5.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

Durante julio y agosto, el agregado monetario estrecho M1 creció en 10.3 y 9.3 por ciento en términos reales, respectivamente, mostrando su componente en moneda nacional una tendencia decreciente (Gráfica 27a). En contraste, las cuentas de cheques en moneda extranjera muestran recientemente un mayor dinamismo, explicado en parte por el incremento en el comercio exterior (Gráfica 27b).



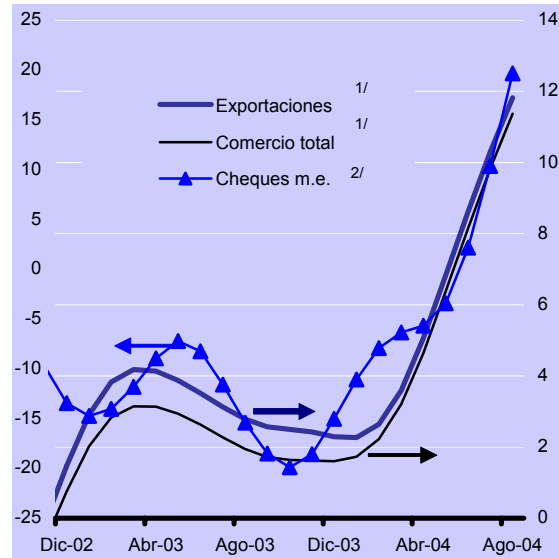
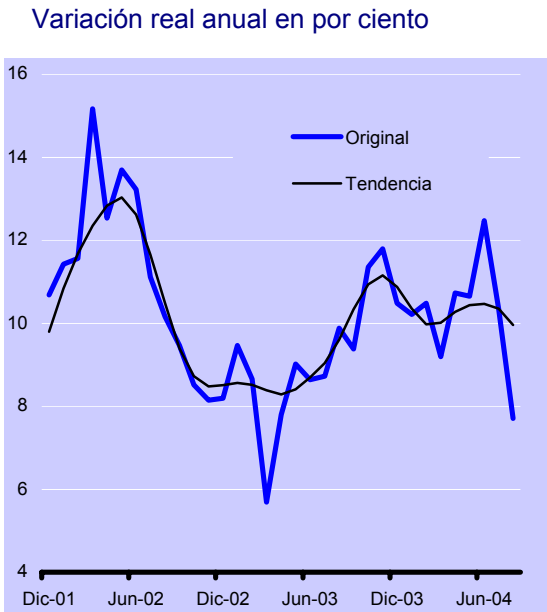
**Gráfica 27**

**Agregado Monetario M1**

a) Agregado Monetario M1 Moneda Nacional

b) Cuentas de Cheques en Moneda Extranjera y Comercio Internacional

Variación anual de series de tendencia en dólares



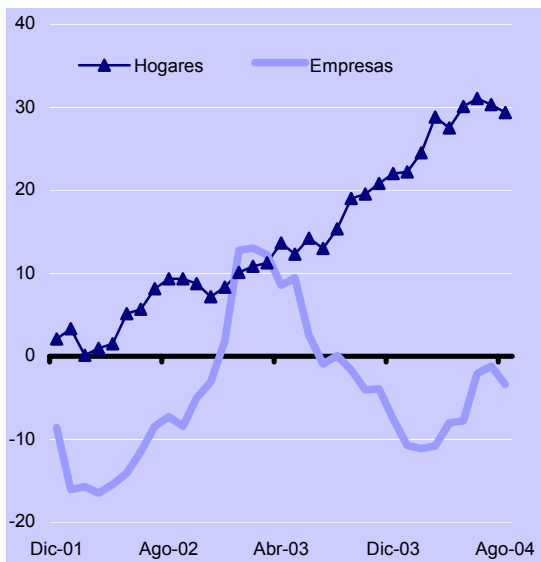
1/ Flujos acumulados en doce meses.  
2/ Saldos fin de periodo.

Como ya se ha señalado, la mayor disponibilidad de crédito en la economía mexicana ha contribuido a mantener el vigor del gasto, especialmente del consumo. A este respecto, el crédito de la banca comercial a los hogares ha registrado una expansión creciente en los últimos años, alcanzando una variación real anual de 29.4 por ciento en agosto de 2004 (Gráfica 28a).<sup>11</sup> Al considerar el crédito total a hogares (bancario y no bancario) destaca la fortaleza del canalizado a la vivienda. En particular, el otorgado por la banca comercial se expandió al 18.8 por ciento real anual en agosto, mientras que el de las sofoles inmobiliarias lo hizo a una tasa del 26.1 por ciento (Gráfica 29a). El vigor de este tipo de financiamiento se ha constituido en un importante impulso al sector de la construcción en nuestro país (Gráfica 29b). Por lo que toca al financiamiento de la banca comercial a empresas, éste continúa estancado. Así, la más importante fuente interna de financiamiento alternativo para las empresas provino del mercado de deuda. Al respecto, cabe destacar que durante el tercer trimestre del año las colocaciones corporativas retomaron su ritmo de expansión (Gráfica 28b).

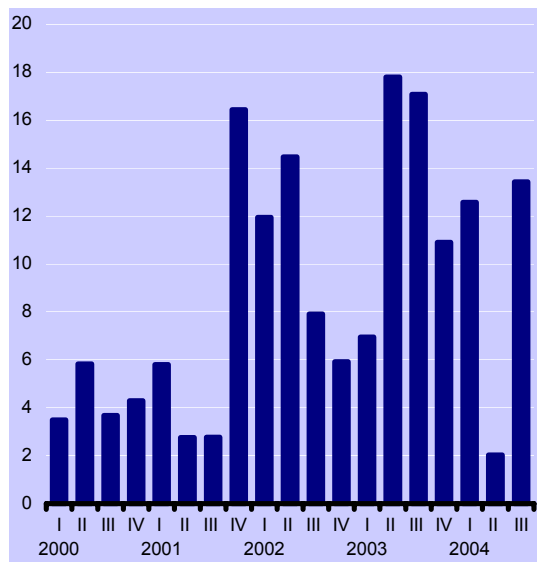
<sup>11</sup> Se refiere al crédito directo total al consumo y la vivienda, así como el crédito otorgado indirectamente por la banca comercial a los hogares a través de otros intermediarios.

**Gráfica 28 Crédito de la Banca Comercial al Sector Privado y Colocación de Valores Privados**

a) Crédito de la Banca Comercial al Sector Privado <sup>1/</sup>  
Variación real anual



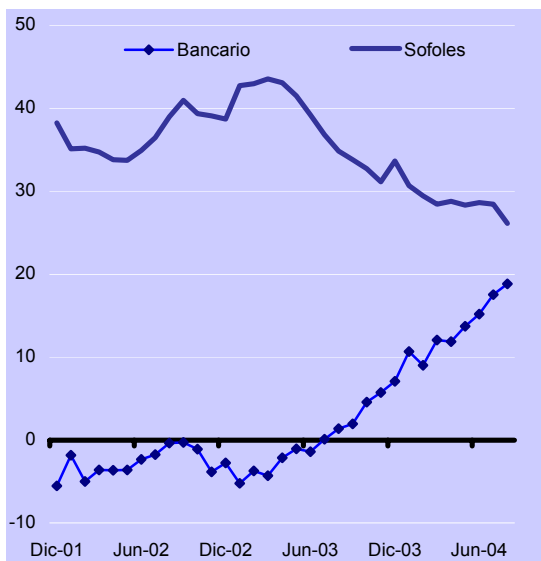
b) Colocación Trimestral de Valores Privados de Mediano Plazo  
Miles de millones de pesos



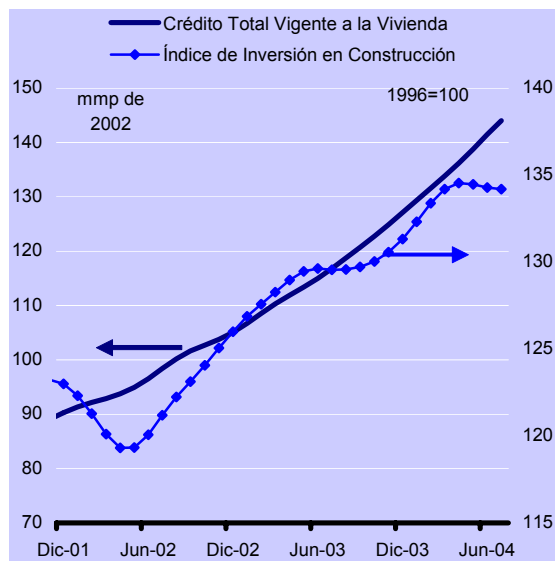
1/ El crédito a hogares incluye crédito directo total a consumo y vivienda, así como el crédito otorgado indirectamente por la banca comercial a los hogares a través de otros intermediarios. El crédito a empresas incluye el crédito directo total a empresas y personas físicas con actividad empresarial y el correspondiente crédito indirecto.

**Gráfica 29 Indicadores del Crédito a la Vivienda**

a) Crédito Bancario Directo Vigente y Cartera Vigente de las Sofoles Inmobiliarias  
Variación real anual



b) Crédito a la Vivienda e Índice de Inversión en Construcción  
Series de tendencia



Fuente: INEGI y Banco de México.

### III. Perspectivas del Sector Privado para 2004-2005<sup>12</sup>

---

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

---

Durante el tercer trimestre de 2004 los analistas económicos del sector privado modificaron sus pronósticos de las principales variables macroeconómicas en el presente año. En general, en las expectativas de los consultores destacaron tres aspectos: a) un aumento de la inflación esperada para el año en curso; b) una ligera revisión al alza del pronóstico de crecimiento económico en 2004; y c) un cierto debilitamiento de los indicadores de confianza y de clima de negocios. En lo particular, en las previsiones de septiembre sobresale lo siguiente: i) se anticipa un crecimiento del PIB en 2004 de 4.02 por ciento, cifra más alta que la de 3.93 por ciento recabada en la encuesta de junio (Cuadro 12). Asimismo para 2005 se prevé un aumento del PIB de 3.74 por ciento; ii) el crecimiento estimado en 2004 para el consumo privado resultó de 4.24 por ciento, mientras que en junio pasado se había ubicado en 4.01 por ciento. También se elevó el pronóstico de crecimiento de la inversión privada de 5.40 a 6.05 por ciento; iii) se calcula que en 2004 se generarán 380 mil empleos formales y que la cifra correspondiente en 2005 será de 451 mil puestos de trabajo; iv) las expectativas acerca de las tasas de interés que prevalecerán en el país durante los próximos meses se revisaron un poco al alza; v) el nivel esperado para el tipo de cambio del peso mexicano al cierre de 2004 prácticamente se mantuvo sin cambio con respecto al que había sido calculado en junio pasado; y vi) se estiman saldos deficitarios moderados en 2004 de las balanzas comercial y de la cuenta corriente.

En las expectativas recabadas también destaca un descenso en el tercer trimestre del nivel promedio del Índice de Confianza y de Clima de Negocios de los Analistas Económicos del Sector Privado que elabora el Banco de México con relación a lo registrado en el trimestre precedente. Cabe señalar que los especialistas subrayaron, como lo habían hecho previamente, la necesidad de avanzar en materia de cambio estructural en el país, lo que, entre otros aspectos positivos, induciría mayores niveles de inversión.

---

<sup>12</sup> A menos que se especifique lo contrario, los pronósticos reportados en esta sección se obtienen de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba mensualmente el Banco de México.

**Cuadro 12 Expectativas del Sector Privado: Junio y Septiembre de 2004<sup>1/</sup>**

	Junio 2004	Septiembre 2004		Junio 2004	Septiembre 2004
<b>Crecimiento del PIB Real en México</b>			<b>Tipo de Cambio (Pesos por dólar, cierre de año)</b>		
2004	3.93%	4.02%	2004 Encuesta Banxico	11.59	11.58
2005	3.82%	3.74%	Futuros <sup>2/</sup>	11.81	11.45
<b>Déficit Comercial (Millones de dólares)</b>			2005 Encuesta Banxico		
2004	6,580	6,439	<b>Mezcla Mexicana de Petróleo (Dólares por barril en promedio)</b>		
2005	9,701	9,924	2004 Encuesta Banxico		
<b>Déficit de la Cuenta Corriente (Millones de dólares)</b>			<b>Incrementos Salariales</b>		
2004	11,215	9,455	Para Agosto 2004		
2005	14,588	13,803	Para Septiembre 2004		
<b>Inversión Extranjera Directa (Millones de dólares)</b>			<b>Índice de Confianza y de Clima de los Negocios</b>		
2004	15,115	15,327	1998=100**		
2005	13,613	13,431	2004 Encuesta Banxico		
<b>Crecimiento del PIB Real y de la Producción Industrial en los EUA Durante 2004 y 2005</b>					
<b>Crecimiento del PIB en 2004</b>			<b>Crecimiento del PIB en 2005</b>		
Encuesta Banxico	4.57%	4.28%	Encuesta Banxico	3.68%	3.60%
Consensus Forecasts <sup>3/</sup>	4.7%	4.3%	Consensus Forecasts <sup>3/</sup>	3.8%	3.5%
Blue Chip Economic Indicators <sup>4/</sup>	4.7%	4.3%	Blue Chip Economic Indicators <sup>4/</sup>	3.7%	3.6%
<b>Producción Industrial en 2004</b>			<b>Producción Industrial en 2005</b>		
Blue Chip Economic Indicators <sup>4/</sup>	5.0%	4.8%	Blue Chip Economic Indicators <sup>4/</sup>	5.1%	4.9%

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

2/ Los futuros del tipo de cambio corresponden al 30 de junio y al 4 de octubre de 2004.

3/ Consensus Forecasts del 14 de junio y del 13 de septiembre de 2004.

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

\*/ Información correspondiente a la encuesta de agosto de 2004.

\*\*/ Nivel promedio en el segundo y tercer trimestres.

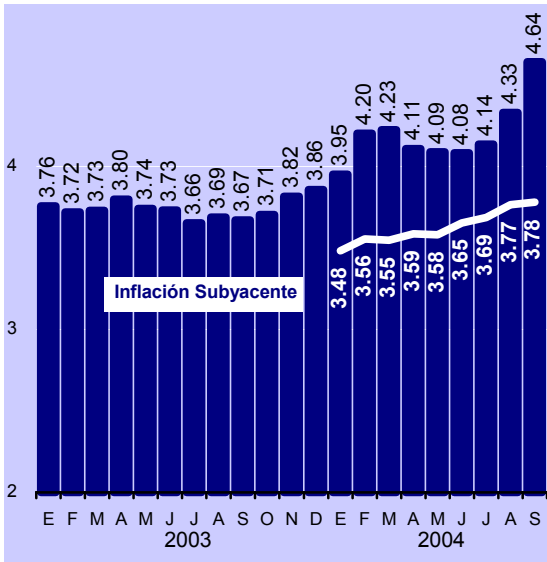
### III.2. Expectativas sobre la Inflación

Durante el tercer trimestre del presente año los especialistas del sector privado revisaron al alza sus expectativas de inflación para diferentes horizontes. Así, la previsión para la inflación general en 2004 se ubicó en 4.64 por ciento en la encuesta de septiembre, cifra superior a la recabada en junio pasado (4.08 por ciento). En cuanto a la inflación subyacente esperada al cierre de año, ésta se incrementó de 3.65 por ciento en junio a 3.78 por ciento en septiembre. Por otra parte, las respuestas a la encuesta en dicho mes muestran aumentos en las expectativas de inflación para los próximos doce meses, para 2005, 2006 y la promedio para el periodo 2005-2008, alcanzando niveles de 4.04, 4.05, 3.93 y 3.87 por ciento, respectivamente.

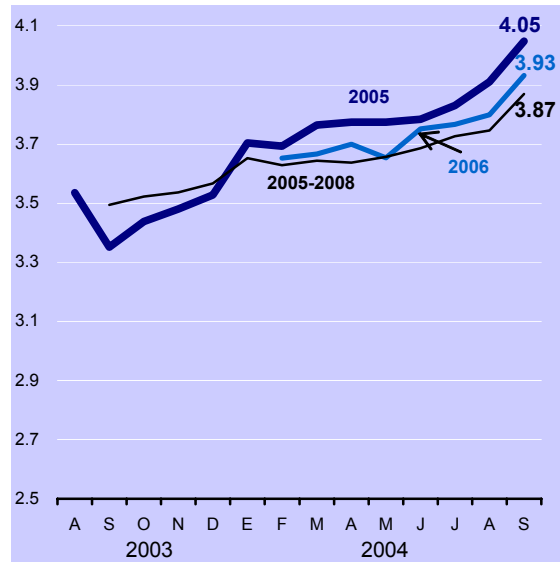
**Gráfica 30**

**Expectativas de los Consultores sobre la Inflación en 2004-2008**

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



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



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

## IV. Balance de Riesgos y Conclusiones

---

El escenario que el Banco de México prevé para el resto de 2004 y para 2005 se sustenta en los siguientes supuestos:

- (a) Se anticipa que la economía estadounidense continuará expandiéndose, si bien a un ritmo menor al registrado a principios del año. Actualmente, el promedio de las proyecciones de los principales analistas se sitúa en 4.4 por ciento para 2004 y en 3.5 por ciento para 2005. En cuanto a su producción industrial, se mantiene la expectativa de que crecerá a una tasa superior a la del producto: 4.7 y 4.6 por ciento en 2004 y 2005, respectivamente.
- (b) Durante los últimos meses el entorno financiero internacional se ha caracterizado por la percepción que la transición hacia condiciones de menor liquidez será más gradual que lo previsto durante el segundo trimestre. Ello ha conducido a que los réditos internacionales para plazos mayores se hayan reducido, lo que ha favorecido importantes flujos de capital hacia las economías emergentes. Adicionalmente, se espera que los recursos provenientes de los ingresos petroleros y de las remesas familiares sigan contribuyendo en lo que resta de 2004 y en 2005 a mantener la expansión del gasto interno.

Con base en estas consideraciones, así como en la información más reciente sobre la evolución de la economía mexicana, el ejercicio de pronóstico arroja el siguiente escenario:

**Crecimiento:** Se mantiene la estimación de un crecimiento real del PIB en 2004 en un intervalo de 3.75 a 4.25 por ciento. Para 2005 se anticipa un crecimiento de entre 3.5 y 4.0 por ciento.

**Empleo:** Se estima que la generación de empleos en el sector formal para 2004 y 2005 sea cercana a 380 y 460 mil plazas, respectivamente.

**Cuenta Corriente:** Se prevé que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos continúe siendo moderado, resultando de aproximadamente 1 por ciento del PIB en 2004 y de entre 1.5 y 2.0 por ciento del producto en 2005.

**Inflación:** Dada la evolución de la inflación durante el presente año, para evaluar sus perspectivas en el corto y mediano plazos se vuelve necesario analizar el comportamiento que podrían tener en el futuro previsible las cotizaciones de las materias primas que se han visto fuertemente presionadas al alza.

Al respecto, conviene recordar que en el Informe sobre la Inflación anterior se había señalado la posibilidad de que algunas de estas cotizaciones podrían estabilizarse eventualmente. Esta previsión se fundamentaba en dos factores:

- (a) Primero, en la perspectiva de que la economía china comenzaría a registrar un crecimiento más moderado; y,
- (b) Segundo, en los incrementos que deberían darse gradualmente en la oferta de dichos bienes, ante su mayor rentabilidad en los mercados internacionales.

Este escenario era congruente con las trayectorias que en esos momentos presentaban los precios a futuro de diversos de estos productos. Sin embargo, en el tercer trimestre algunas de las referidas cotizaciones mostraron incrementos adicionales, lo cual continuó incidiendo sobre la inflación en nuestro país.

Para los siguientes meses, existen algunos elementos que podrían contribuir a un entorno internacional de precios de bienes primarios más favorable, tales como la disminución de los precios de algunos granos y cereales que ya se ha observado. Ello debería coadyuvar a una reducción en los precios de diversos alimentos procesados, así como de las cotizaciones internacionales de los bienes pecuarios.

No obstante, continúa siendo complicado evaluar las perspectivas de los precios en estos mercados. Ello se debe principalmente a dos factores. Por un lado, diversos indicadores publicados recientemente sobre la actividad económica en China sugieren que ésta viene registrando sólo una moderada desaceleración en su tasa de crecimiento, por lo que no se puede descartar que la demanda por materias primas proveniente de dicha economía continúe ejerciendo presión sobre las cotizaciones internacionales de estos bienes.

Por otro, a pesar de que existe la percepción que la economía mundial se desacelerará en 2005, ello no ha inducido una reducción de los precios del petróleo, ni en los mercados de contado, ni en los de futuro. Esto se debe a que el mercado del crudo también se ha visto fuertemente afectado por factores de

oferta, entre los que se incluyen la reducida capacidad ociosa y el riesgo geopolítico.

En síntesis, dados los elevados niveles de precios que algunos bienes primarios ya han alcanzado, la percepción que la economía mundial mostrará cierta moderación en su ritmo de crecimiento y la información proveniente de los mercados de futuros, es posible que el panorama sobre la evolución de la inflación asociada a los precios de las materias primas presente, en el margen, cierta mejoría en el 2005 con respecto al presente año.

Es importante enfatizar que las perspectivas de la inflación en nuestro país en los siguientes meses también dependerán de la interacción entre los efectos de los choques de oferta y la evolución de la demanda agregada. En este contexto, es importante destacar que, al irse estrechando la capacidad productiva no utilizada en diferentes sectores, se torna más factible que un número mayor de productores se encuentren en condiciones de poder incrementar sus precios con mayor facilidad. En este sentido, es claro que el vigor con el que se expande el gasto facilita que se contaminen las expectativas de inflación ante el alza de precios provenientes de los choques de oferta.

En consecuencia, la previsión sobre la inflación debe considerar la reacción que ha tenido la política monetaria ante las condiciones descritas anteriormente. Como se mencionó en otras secciones de este Informe, la autoridad monetaria ha venido restringiendo la postura de su política a lo largo de todo el año y, ante el entorno que actualmente enfrenta, seguirá manteniendo dicho sesgo mientras sea necesario.

Es bien sabido que la política monetaria actúa a través de diferentes canales y con diferentes rezagos. No obstante, el objetivo claramente consiste en evitar que las presiones sobre la inflación provenientes del exterior contaminen las expectativas de inflación y, con ello, se generalicen a la formación de precios en la economía.

Con base en las consideraciones anteriores, a continuación se describe el escenario que se anticipa en los siguientes meses para los distintos subíndices que componen al INPC:

- (a) Se espera que la inflación anual subyacente de las mercancías continúe resintiéndose al alza de los precios de los alimentos. Es importante señalar que, a nivel mundial, la inflación de alimentos parece comenzar a ceder en



algunos países: tal es el caso de los Estados Unidos, en donde ésta se incrementó de 0.91 por ciento en octubre de 2002 a 4.08 por ciento en mayo de 2004, para después registrar una cifra de 3.37 por ciento en el mes de septiembre. No obstante, dado el rezago con que responden en nuestro país los precios de estos bienes a los precios internacionales, es factible que los primeros continúen incrementándose por algún tiempo.

- (b) Se anticipa que la variación anual de la inflación subyacente de los servicios presente una ligera reducción adicional, para después mantener cierta trayectoria lateral. Para ello, es importante que los efectos temporales que se han presentado en la inflación general por los choques de oferta referidos no contaminen las negociaciones salariales.

Con base en lo anterior, se prevé que en los siguientes meses la variación anual del índice de precios subyacente muestre una moderada tendencia al alza, sin rebasar al 4 por ciento; posteriormente, hacia principios del segundo trimestre del próximo año, retomaría su tendencia decreciente. En este contexto, es importante señalar que ante la perspectiva de que las reducciones en la variación anual del subíndice de precios subyacente de los servicios sean cada vez menores, la trayectoria de la inflación subyacente total dependerá en mayor medida del comportamiento de la de las mercancías.

Por lo que toca al índice de precios no subyacente, se espera que en los próximos meses se reviertan los fuertes incrementos que se han registrado en los precios de algunos perecederos (tales como el jitomate), así como los experimentados a principios de año por algunos bienes y servicios pertenecientes al subíndice de concertados. No obstante, para que se manifieste una reducción más pronunciada en la inflación no subyacente, es necesario que comiencen a ceder las cotizaciones internacionales de los bienes pecuarios y de los energéticos. En el caso de estos últimos, conviene enfatizar la importancia que conlleva que diferentes decisiones administrativas relevantes para la fijación de precios de algunos energéticos consideren la meta establecida para la inflación. Para mejor ilustrar este punto podría señalarse que, de continuar con sus trayectorias actuales, el precio del gas para uso doméstico presentaría en diciembre una tasa anual de crecimiento de 18.64 por ciento, mientras que las tarifas eléctricas de alto consumo lo harían de 19.71 por ciento. Finalmente, también es necesario que no se presenten nuevos incrementos bruscos en los

precios y tarifas de los bienes y servicios concertados a principios del 2005.

Como resultado de las consideraciones anteriores, se espera que la inflación general permanezca en niveles alrededor de los observados durante los últimos meses, en línea con las expectativas más recientes del sector privado, y que comience a mostrar una tendencia decreciente hacia el segundo trimestre del próximo año.

La magnitud e intensidad de los choques de oferta han llevado a la inflación general a niveles muy superiores a su meta de 3 por ciento, y ya han afectado las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. Por su parte, como ya se comentó, se espera que en los siguientes meses la tendencia de la inflación subyacente total esté determinada principalmente por la asociada a la de las mercancías, al ser previsible que las de los servicios presente un comportamiento lateral. Bajo estas condiciones, conviene reiterar que la Junta de Gobierno del Banco de México ha tomado diversas medidas para restringir su postura de política, con el propósito de evitar que se contaminen las negociaciones salariales y el proceso de determinación de precios. Asimismo, en caso de que se presenten presiones inflacionarias adicionales o se intensifiquen los efectos de las perturbaciones que se enfrentan actualmente, la Junta de Gobierno continuará actuando en consecuencia.

El escenario macroeconómico previsto está sujeto a diversos factores de riesgo. Dado que el entorno externo ha venido incidiendo de forma importante en la evolución tanto del crecimiento como de la inflación en nuestra economía, los principales factores de riesgo se derivan precisamente de cambios en dicho entorno.

Quizás el principal riesgo que actualmente enfrenta nuestro país en materia económica surge de la posibilidad de que el crecimiento de nuestro principal socio comercial se debilite en mayor grado de lo que actualmente anticipan los principales analistas. Entre otros factores, a este escenario podrían contribuir los elevados niveles que han mantenido y previsiblemente seguirán manteniendo los precios del crudo y sus derivados. Bajo estas condiciones, nuestra economía podría verse impactada por dos frentes: por un lado, la demanda por nuestras exportaciones se vería afectada significativamente, con lo cual se reducirían las perspectivas de crecimiento y de generación de empleos; por otro, se agravarían las presiones sobre la inflación provenientes de los precios de la electricidad, las gasolinas y el gas doméstico.

Otro factor de riesgo externo sería que se recrudecieran las presiones inflacionarias provenientes de la demanda agregada en los Estados Unidos y, en general, a nivel mundial. Bajo este escenario también podrían derivarse dos problemas: por un lado, se presentaría un nuevo ciclo internacional de alzas en las tasas de interés, generándose mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y afectándose nuevamente las condiciones de acceso a financiamiento internacional por parte de las economías emergentes; por otro, este escenario implicaría que se estaría manteniendo la fuerte demanda de bienes primarios, tanto energéticos como otros, exacerbándose con ello las presiones sobre sus cotizaciones internacionales.

En suma, en lo que atañe al entorno externo, hasta ahora las circunstancias de la economía mundial han contribuido a un incremento cíclico del producto en México. Sin embargo, no se ha avanzado lo suficientemente en el fortalecimiento de las fuentes internas de crecimiento y, por ende, no se ha aprovechado plenamente el potencial del país. El retroceso de México en las diversas escalas internacionales que miden la competitividad y el atractivo para la inversión de los países es muestra de lo costoso de postergar los cambios indispensables en materia económica e institucional. Por eso, es necesario arraigar la conciencia de que, una vez que numerosas naciones se han incorporado agresivamente a la globalización y han impulsado cambios significativos en sus economías, el impulso de la primera generación de reformas debe renovarse para elevar la flexibilidad y la competitividad del aparato productivo. No hacerlo implica perder espacio para los productos nacionales en los mercados del exterior, disminuir el atractivo de México como destino de inversión y, sobre todo, cancelar la oportunidad de crear más empleos estables y bien remunerados.

Finalmente, por lo que toca a los factores de riesgo internos, en la medida en que se consolida la fase alta del ciclo económico, se eleva la probabilidad de que las negociaciones salariales y, en general, el proceso de determinación de precios, pueda verse afectado en mayor medida por las perturbaciones de oferta referidas.

Por lo antes expuesto, el Banco de México ha adoptado un sesgo restrictivo en su política monetaria. El objetivo del Instituto Central consiste en procurar la estabilidad de precios y, con ello, salvaguardar las condiciones fundamentales de certidumbre para producir e invertir. La consolidación de la estabilidad de precios es un proceso gradual y, por lo tanto, conviene enmarcar las perturbaciones temporales que han afectado a la inflación en un horizonte de mediano plazo. Por eso, aunque

este año las perturbaciones de oferta persistentes e inesperadas han hecho difícil el combate a la inflación, el Banco de México reitera su compromiso de abatirla y lograr que los precios retomen su trayectoria descendente hacia la meta puntual. Sólo así será posible crear un clima permanente de estabilidad que, aunado a las reformas estructurales e institucionales, contribuya a hacer más segura y rentable la inversión en el país, a elevar la productividad y a mejorar, de manera sostenible, el nivel de vida de los mexicanos.

## V. Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria en 2005

La Junta de Gobierno del Banco de México determinó que a partir de enero de 2003 y en años subsecuentes, los anuncios de sus decisiones sobre las acciones de política monetaria tendrían lugar en fechas preestablecidas y que éstas se anunciarían en el Informe sobre la Inflación correspondiente al tercer trimestre del año anterior. Por ello, a continuación, se presenta el calendario para los anuncios de política monetaria, los boletines de prensa mensuales sobre la política monetaria y los Informes sobre la Inflación correspondientes a 2005.<sup>13</sup>

**Cuadro 13**

### **Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria, Publicación de Boletines de Prensa sobre la Política Monetaria e Informes sobre la Inflación en 2005**

Mes	Anuncios de Política Monetaria	Publicación de Boletines de Prensa	Publicación del Informe sobre la Inflación
Enero	14 y 28	28	31 <sup>1/</sup>
Febrero	11 y 25	25	
Marzo	11 y 23 <sup>2/</sup>	23	
Abril	8 y 22	22	27
Mayo	13 y 27	27	
Junio	10 y 24	24	
Julio	8 y 22	22	27
Agosto	12 y 26	26	
Septiembre	9 y 23	23	
Octubre	14 y 28	28	31
Noviembre	11 y 25	25	
Diciembre	9	9	

1/ Incluye el Programa Monetario para 2005.

2/ Corresponde al día hábil inmediato anterior al que resultaría de aplicar los lineamientos para la determinación de las fechas en las que se realizarían los anuncios de política monetaria.

<sup>13</sup> En el Informe sobre la Inflación Julio-Septiembre 2002 se presentan los criterios y lineamientos para la determinación de las fechas en las que se realizarán los anuncios de política monetaria y la publicación de los boletines mensuales de prensa.