

POLÍTICA MONETARIA
INFORME SOBRE EL PRIMER SEMESTRE DE 2004

SEPTIEMBRE, 2004

JUNTA DE GOBIERNO

GOBERNADOR

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

SUBGOBERNADORES

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB.

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

En cumplimiento de lo anterior y por acuerdo de la Junta de Gobierno de este Instituto Central tomado conforme a lo previsto en la fracción IX del artículo 46 de la Ley que lo rige, este Banco de México envía al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión el presente informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio comprendido del 1° de enero al 31 de diciembre de 2004.

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

I. Introducción

El Banco de México tiene, por mandato constitucional, la encomienda prioritaria de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Lo anterior implica

alcanzar y mantener una inflación baja y estable. Esta constituye la mejor contribución que un banco central puede hacer para aumentar el bienestar de la población.

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

En el Informe sobre la Inflación del segundo trimestre de 2002 la Junta de Gobierno del Banco de México anunció que la política monetaria se conduciría con el fin de alcanzar en diciembre de 2003 una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento, y de mantenerla permanentemente alrededor de ese nivel, considerando un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual.

En el Informe sobre la Inflación Octubre–Diciembre de 2003 y Programa Monetario para 2004 se anticipaba que en este año cobraría vigor la recuperación de la economía mexicana, mostrando tasas de crecimiento mayores a las observadas en los tres años anteriores. Por el lado de la demanda agregada, se estimaba que las exportaciones continuarían reflejando el mayor crecimiento en Estados Unidos y en el resto del mundo, especialmente al fortalecerse la expansión de las manufacturas estadounidenses. A su vez, el consumo privado preservaría su relativo dinamismo, apuntalado por una mayor disponibilidad de crédito. Por su lado, la inversión del sector privado comenzaría a recuperarse al consolidarse la demanda externa, dada la mejor posición financiera de las empresas. Asimismo, en un ambiente de holgura como el percibido tanto en el mercado laboral como en la capacidad instalada, no se esperaba que la oferta agregada tuviera problemas para satisfacer la mayor demanda agregada, al menos en el corto plazo.

En materia inflacionaria, uno de los principales retos se deriva del alza persistente que han venido registrando las cotizaciones internacionales de diversas materias primas. Estos incrementos de precios están asociados tanto a la recuperación cíclica de la economía mundial, como a la

* Nota: las notas, cuadros y gráficas se encuentran al final del documento.

incertidumbre geopolítica y a la desconfianza que ésta genera sobre las condiciones futuras de abasto de diversos energéticos. Las materias primas afectadas se pueden agrupar en tres grandes rubros:

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

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

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

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

En virtud de las consideraciones anteriores, el balance de riesgos sobre la inflación se ha tornado más desfavorable, lo que se ha traducido en que las expectativas de inflación se hayan incrementado. En consecuencia, la Junta de Gobierno del Banco de México ha tomado acciones a fin de restringir las condiciones monetarias.

II. Entorno Económico en el Primer Semestre

La experiencia ha mostrado que las acciones de política monetaria que lleva a cabo un banco central inciden con cierto rezago sobre la economía y, en especial, sobre el nivel

de precios. Por consiguiente, para alcanzar las metas de inflación la autoridad monetaria debe tomar sus decisiones con base en una evaluación cuidadosa de la coyuntura económica y de la perspectiva de las presiones inflacionarias.

Dentro de los esquemas de objetivos de inflación suele aconsejarse que cuando las presiones de inflación provienen por el lado de la demanda, la autoridad monetaria restrinja la postura de política monetaria. Ello obedece a que las presiones inflacionarias que enfrentaría la economía en este caso serían generalizadas, y de no ser contenidas con oportunidad, podrían propiciar un repunte en la inflación.

Por otra parte, cuando las presiones inflacionarias tienen su origen por el lado de la oferta, éstas suelen reflejar cambios en precios relativos, los cuales afectan la inflación temporalmente. Así, la recomendación es que la autoridad monetaria permita el aumento transitorio en la inflación antes descrito y que, solamente en el caso de que las perturbaciones de oferta contaminen las expectativas de inflación, restrinja la postura de política monetaria. Ello para evitar incrementos subsecuentes de precios (efectos de segundo orden).

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

A continuación se examina, en primer lugar, la evolución del entorno internacional. Ello es relevante ya que, a través de sus efectos sobre las cuentas externas del país, incide en la determinación del tipo de cambio, la producción, la demanda agregada y los precios. Posteriormente, se describe la evolución de la demanda y de la oferta agregadas. El análisis de dichas variables permite identificar, entre otros, la existencia de presiones inflacionarias que se deriven de posibles excesos de demanda agregada. Estos últimos también se manifiestan en el resultado de la cuenta corriente, cuyo análisis viene acompañado del correspondiente a la cuenta de capital. Enseguida se revisa la trayectoria de los salarios y de la productividad. Estos son factores causales

directos de los costos unitarios de la mano de obra, los cuales tienen una influencia significativa sobre el proceso inflacionario. Finalmente, se reporta la evolución de la inflación medida a través de los distintos índices de precios.

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

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

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

Así, por un lado la economía nacional se vio favorecida por un incremento importante de sus exportaciones, petroleras

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

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

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

Un hecho sobresaliente del comportamiento de la demanda agregada en la primera mitad de 2004 es la reactivación que presentó el gasto en formación bruta de capital, con un crecimiento anual de 5.1 por ciento, mismo que superó al aumento anual que observó el consumo total (de 3.7 por ciento). Esa mejoría de la inversión ocurrió luego de tres años consecutivos en que había tenido caídas. De hecho, el gasto de inversión se fue fortaleciendo a lo largo del semestre, dado que su crecimiento anual en el segundo trimestre, de 5.8 por ciento, fue mayor al del primero de 4.5 por ciento. La expansión de la inversión en la primera mitad del año se originó por aumentos tanto de la inversión privada (de 5.4 por ciento), como de la efectuada por el sector público (de 4.1 por ciento).

El componente más importante de la demanda agregada, en cuanto a su magnitud, es el gasto de consumo. El crecimiento anual que presentó dicho renglón en el primer semestre del año, fue resultado principalmente del aumento

del consumo privado, de 4.6 por ciento, ya que el consumo del sector público se contrajo 2.8 por ciento.

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

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

La recuperación cíclica de la actividad económica que se registró hacia finales del 2003 y durante el primer semestre de 2004, propició que continuara fortaleciéndose la demanda de trabajo. Al respecto, los aspectos más destacables del comportamiento del empleo en el primer semestre de 2004 fueron los siguientes: a) un aumento en el número de trabajadores en el sector formal de la economía lo que, acorde con las cifras del IMSS, fue mayor en el caso de los trabajadores permanentes que en el de los eventuales; b) la mejoría del empleo formal comprendió a varios sectores, incluyendo al manufacturero y, c) una ligera reducción de la tasa de desempleo en las áreas urbanas durante el segundo trimestre del año.

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

trabajadores asegurados en el IMSS aún es inferior al registrado al cierre del 2000.

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

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

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

(a) Diversos bienes y servicios administrados y concertados por el sector público mostraron fuertes ajustes de precios. En cuanto a los primeros, debe resaltarse el alza de algunos energéticos cuyos precios están parcialmente afectados por sus referencias internacionales (gasolinas en las fronteras y gas doméstico). Por lo que se refiere al segundo grupo, destaca el alza en las tarifas del transporte público urbano (particularmente el colectivo y el taxi en el D.F. y en el Estado de México), así como la actualización de las contribuciones de agua y de predial en algunos municipios de la República.

(b) Por otro lado, se presentaron incrementos de precios en los productos pecuarios ante la prohibición que se impuso a la importación de carne de bovino y pollo. Ello en respuesta a los brotes de diversas epidemias en los Estados Unidos. No obstante, estas presiones han comenzado

a revertirse gradualmente ante las menores restricciones a la importación de productos cárnicos.

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

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

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

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

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

(b) El aumento de los precios internacionales de diversos productos metálicos que se utilizan en la construcción

residencial afectó al subíndice de la vivienda, especialmente de febrero a junio del presente año, periodo en el cual su variación anual pasó de 3.85 a 4.13 por ciento, respectivamente.

(c) El aumento en los precios de los energéticos a nivel internacional incidió en los tres genéricos que integran al subíndice de precios administrados (gas doméstico, electricidad y gasolinas), el cual registró una variación anual de 8.35 por ciento en junio, cifra superior en 2.24 puntos porcentuales respecto a su nivel registrado en diciembre de 2003 (6.11 por ciento).

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

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

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

Cabe destacar que a pesar de que los diferentes rubros de la demanda agregada se han venido recuperando, aún no se perciben presiones de consideración sobre la inflación provenientes de esta vía. Ello se debe, entre otros factores, al prolongado periodo en el cual la economía creció

por debajo de su potencial. No obstante, de mantenerse el ritmo con el que se viene recuperando el gasto, no puede descartarse que en el futuro previsible ello comience a generar presiones sobre los precios. Es importante mencionar que el mismo hecho de que la economía atravesase por la fase de recuperación de su ciclo económico facilita que las perturbaciones de oferta provenientes del exterior se traspasen a los precios al consumidor y contaminen las expectativas de inflación.

III. La Política Monetaria durante el Primer Semestre de 2004

III.1. Acciones de Política Monetaria

Como ya se señaló, durante los primeros meses del 2004 se experimentaron diversas presiones de oferta que impactaron los precios de algunos genéricos incluidos en el subíndice no subyacente. No obstante que a principios de año el Banco de México había previsto que en algunos meses de 2004 se podrían presentar perturbaciones de oferta susceptibles de ubicar temporalmente a la inflación anual por arriba de 4 por ciento, la magnitud y duración de los choques observados fueron mayores a las previstas. Lo anterior propició un incremento en los primeros meses del año en las expectativas de inflación para horizontes de corto plazo, como por ejemplo la inflación anual esperada para el cierre de 2004.

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

En el contexto anterior, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió restringir la postura de política monetaria incrementando el “corto” en dos ocasiones durante el primer trimestre del 2004: el 20 de febrero lo aumentó de 25 a 29 millones de pesos diarios y el 12 de marzo lo hizo de 29 a 33 millones de pesos. En consecuencia, las tasas de interés de corto plazo presentaron incrementos importantes. En particular, la tasa de interés de fondeo bancario cerró el primer trimestre en niveles alrededor de 140 puntos base

por arriba del mínimo registrado a principios del año. Los efectos de estas acciones sobre la postura monetaria propiciaron un “aplanamiento” de la curva promedio de rendimientos de enero a marzo (Gráfica 4).

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

(a) acotar los efectos sobre las expectativas de inflación derivados del alza en los precios internacionales de las materias primas;

(b) estar vigilante para, en su caso, contener las presiones cíclicas sobre la inflación que puedan surgir del vigor que sostiene la demanda agregada; y,

(c) propiciar que el tránsito de la economía hacia un entorno de mayores tasas de interés externas sea ordenado.

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

Este nuevo entorno tuvo efectos considerables sobre la actitud de los inversionistas en los mercados internacionales, ya que condujo a una mayor aversión al riesgo y, consecuentemente, a una recomposición de carteras. Como resultado, las economías emergentes enfrentaron incrementos en los niveles y volatilidad de sus diferenciales de tasas de interés y, por tanto, un deterioro en sus condiciones de acceso a financiamiento.

En este contexto, un reto fundamental para la conducción de la política monetaria es propiciar que el tránsito de la economía a un entorno de mayores tasas de interés sea ordenado. Esto cobra relevancia al considerar que el alza en los réditos, particularmente para plazos mayores, puede obedecer a diferentes motivos: incrementos en la productividad marginal del capital, que se reflejan en mayores tasas reales de interés (y que son propios de la fase del ciclo por la que atraviesan las economías mundial y nacional), en las expectativas de inflación de largo plazo y/o en las

diferentes primas de riesgo. A este respecto, el análisis de los movimientos recientes en la curva de rendimientos se complica por el hecho de que en episodios anteriores de alzas en las tasas de interés internacionales, los instrumentos financieros no tenían la duración promedio actual. Así, es posible que el incremento en las tasas de interés de los valores de mayor plazo refleje, en parte, un alza en primas de riesgo y liquidez.

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

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

Posteriormente, las tasas de interés de fondeo volvieron a ajustarse en dos ocasiones: primeramente, en respuesta a la primera acción tomada por la Reserva Federal para elevar las tasas de interés de corto plazo en ese país y como consecuencia de la acción tomada por el Banco de México para restringir la postura monetaria el 23 de julio. Como resultado de estos ajustes, se propició un nuevo "aplanamiento" de la curva de rendimientos en nuestro país, reflejando el sesgo restrictivo que actualmente caracteriza a la política monetaria.

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

Durante el primer semestre del 2004, la base monetaria creció en promedio a una tasa anual de 13.1 por ciento, crecimiento inferior en 5.3 y 1.5 puntos porcentuales al observado en el primer y segundo semestre de 2003, respectivamente.² Esto apunta a un menor dinamismo en el proceso

de remonetización que se originó tras la importante tendencia a la baja que mostraron las tasas de interés en los últimos años.

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

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

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

El crédito bancario a los hogares ha mantenido su vigor, si bien parte de una base reducida. Así, al tiempo que el crédito directo al consumo ha registrado diez meses consecutivos con variaciones reales anuales superiores al 35 por ciento, el destinado a la vivienda ha repuntado en los últimos

meses (variación real anual de 9.1 por ciento en junio).⁴ Por otro lado, aún no se aprecia un incremento importante en el financiamiento total a empresas.

IV. Balance de Riesgos y Conclusiones

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

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

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

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

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

En primer lugar, uno de los principales retos que enfrenta actualmente el combate a la inflación se asocia al alza de las cotizaciones internacionales de diversas materias primas. Este proceso se deriva, en parte, de un posible cambio de precios relativos favorable a dichos bienes a nivel mundial. No obstante, como se comentó anteriormente, existen diferentes razones que permiten suponer que, eventualmente, estas presiones comenzarán a ceder.

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

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

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

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

En cuanto al primero, un factor de riesgo sobre la economía nacional sería que el crecimiento de la economía de nuestro principal socio comercial se debilitara significativamente, lo

cual afectaría la demanda por nuestras exportaciones. Para evaluar las posibles repercusiones de dicho escenario, cabe señalar que una parte muy importante de la reciente expansión económica nacional tiene su origen en factores externos. Esto refleja el hecho de que, en la actualidad, la reactivación de las fuentes internas de crecimiento es insuficiente. Así, de materializarse este factor de riesgo, las estimaciones de crecimiento y de generación de empleos se verían afectadas.

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

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

En este contexto, y ante los riesgos descritos, el Banco de México se mantendrá atento a fin de tomar las medidas necesarias para coadyuvar al proceso de convergencia de la inflación hacia su objetivo puntual de 3 por ciento. Así, con el mantenimiento de la estabilidad de precios, el Instituto Central contribuye, de acuerdo a su mandato constitucional,

a crear un entorno propicio para el desempeño adecuado de la actividad económica. Sin embargo, para traducirse en un crecimiento sostenido en el tiempo, dicho ambiente favorable debe ser complementado con otras medidas de política económica y de reforma estructural, que requieren de la voluntad y la responsabilidad de todos los actores sociales.

Notas:

1. En adición a los informes a los que se refiere el artículo 51 de la Ley del Banco de México, a partir de abril de 2000 este Instituto Central publica Informes Trimestrales sobre la Inflación en los meses de enero, abril, julio y octubre. Estos informes contienen la descripción detallada de la evolución de la inflación y de los principales factores que la afectaron, además de la evaluación del entorno económico y su comportamiento que sirve de fundamento para las acciones de política monetaria aplicadas con el objeto de cumplir el mandato constitucional asignado.
2. Variaciones calculadas con base en el promedio de saldos diarios.
3. Proyectos de Infraestructura Productiva de Largo Plazo.
4. Se refiere al crédito directo de la banca comercial..

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

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

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

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

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

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

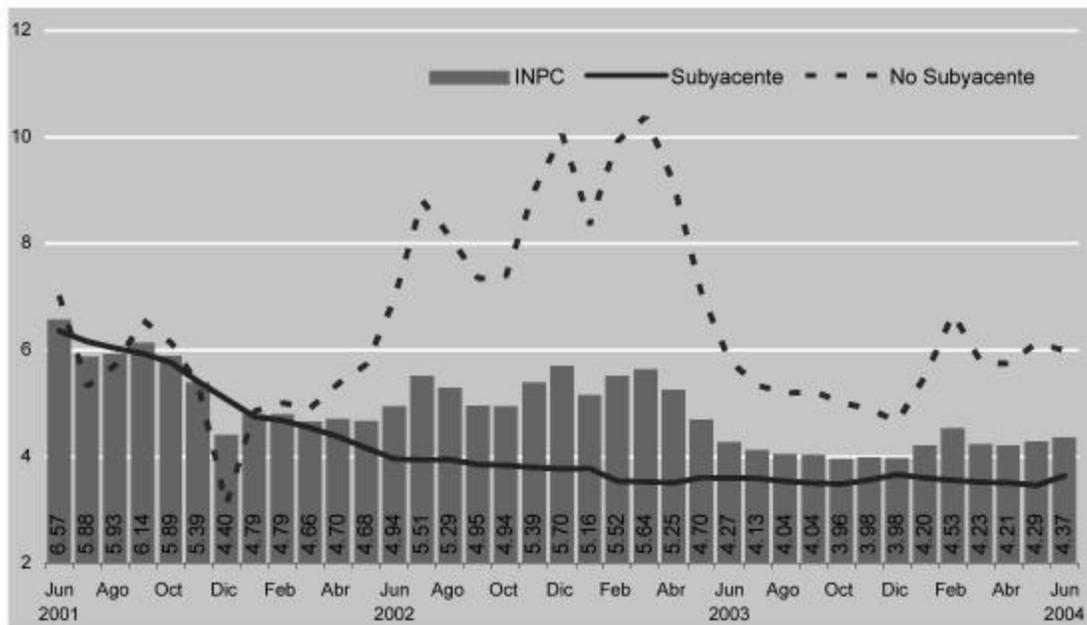
2/ Los activos internacionales netos se definen como la reserva bruta, más los créditos convenio con bancos centrales a más de seis meses, a lo que se restan los adeudos totales con el FMI y con bancos centrales derivados de convenios establecidos a menos de seis meses.

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

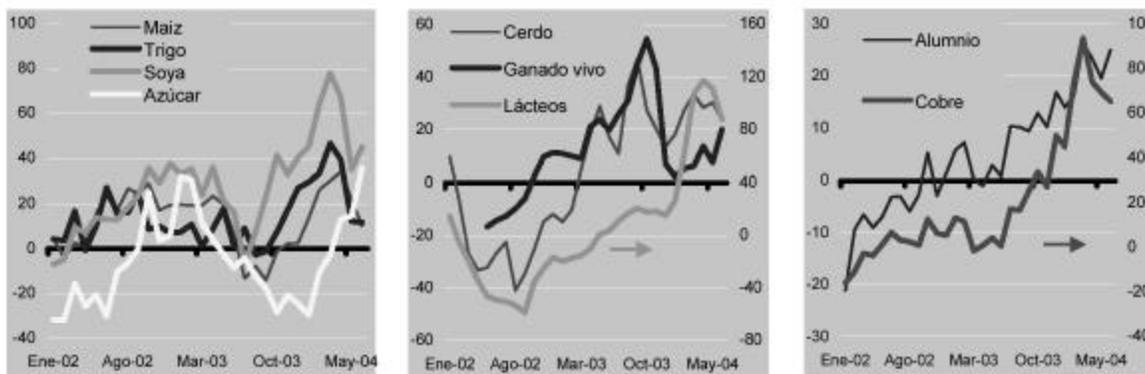
4/ Corresponde a las ventas diarias de dólares realizadas conforme al mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales (ver comunicado de prensa de la Comisión de Cambios del 20 de marzo de 2003).

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

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

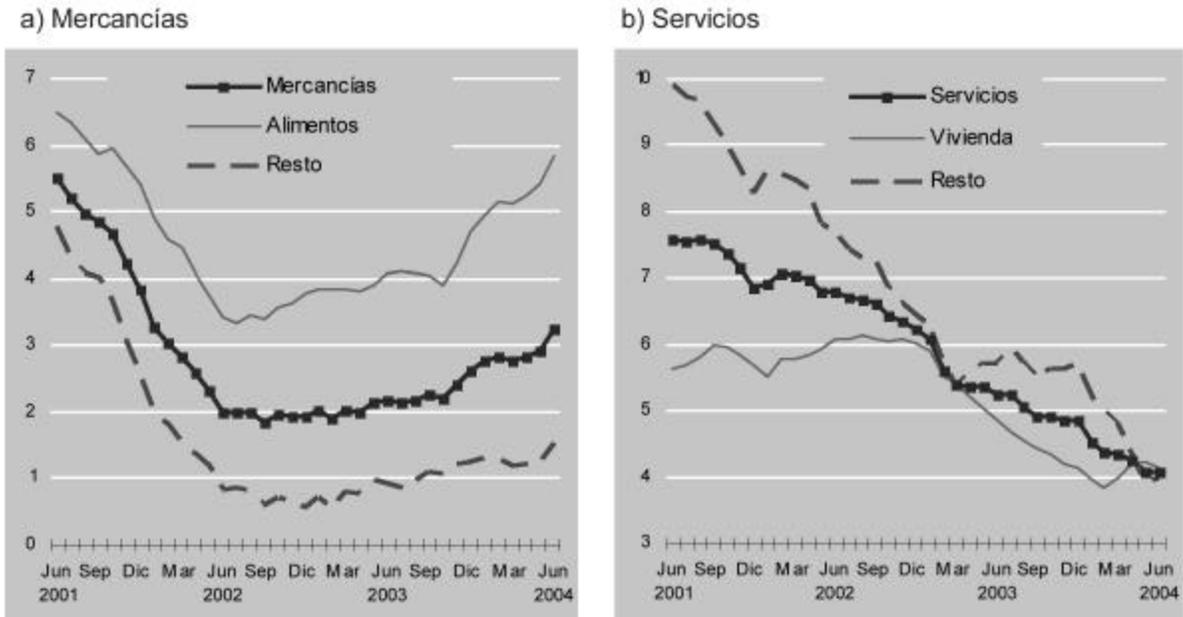


Gráfica 2 Precio Internacional de Algunas Materias Primas
Variación anual en por ciento



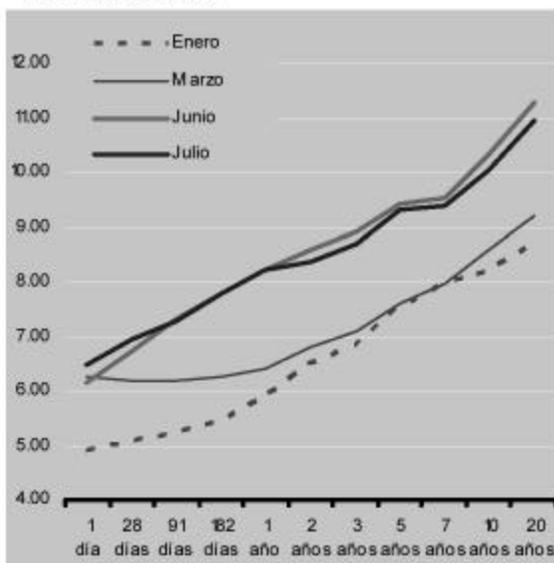
Fuentes: United States Department of Agriculture (USDA), International Coffee Organization, Coffee, Sugar, and Cocoa Exchange (CSCE) y Metal Bulletin.

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

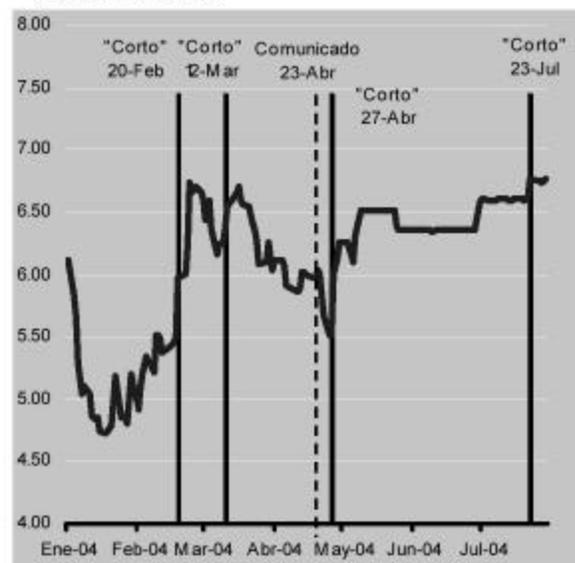


Gráfica 4 Tasas de Interés en México

a) Curva de Rendimiento Promedio Mensual
Por ciento anual



b) Fondeo Bancario
Por ciento anual



INFORME SOBRE LA INFLACIÓN
ENERO – MARZO 2004

ABRIL, 2004

JUNTA DE GOBIERNO

GOBERNADOR

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

SUBGOBERNADORES

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB.

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 26 de abril de 2004. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

INDICE

I. Introducción

II. Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2004

II.1. Evolución Reciente de la Inflación

II.2. Evolución de los Distintos Indicadores de Inflación

II.2.1. Inflación Anual

II.2.2. Inflación Mensual

II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor

II.3. Principales Determinantes de la Inflación

II.3.1. Entorno Externo

II.3.2. Precio del Petróleo

II.3.3. Evolución de la Economía de los Estados Unidos

II.3.4. Evolución de la Economía en el Resto del Mundo

II.3.5. Remuneraciones, Salarios y Empleo

II.3.6. Oferta y Demanda Agregadas

II.3.7. Balanza de Pagos y Flujos de Capital

II.4. La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2004

II.4.1. Acciones de Política Monetaria

II.5. Agregados Monetarios y Crediticios

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

II.5.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

III. Perspectivas del Sector Privado para 2004

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

III.2. Expectativas sobre la Inflación

IV. Balance de Riesgos y Conclusiones

I. Introducción

Durante el primer trimestre del año se fortaleció la recuperación cíclica de la economía global. Ello se ha observado con mayor claridad en los Estados Unidos, cuya economía se expande vigorosamente y presenta expectativas favorables tanto para el 2004 como para 2005. El crecimiento en dicho país ha sido más balanceado, tanto en los componentes del gasto como en la estructura sectorial de la producción. Así, por ejemplo, la inversión no residencial se ha convertido en un fuerte estímulo al gasto, mientras que el consumo ha conservado su vigor. Por el lado de la producción, destaca el fortalecimiento de las manufacturas, al haberse extendido a un mayor número de ramas. Finalmente, la información más reciente muestra un repunte en la generación de empleo, reduciendo los temores sobre la solidez de la recuperación económica.

El entorno descrito ha sido propicio para la reactivación, también cíclica, de la economía de México. Al respecto, cabe mencionar el ascenso en el ritmo de la actividad industrial y manufacturera. Ello se debe, en gran medida, a la mayor demanda externa, como lo demuestra la recuperación

de las exportaciones no petroleras. Por el lado del gasto interno se ha mantenido el vigor del consumo, y la inversión ha comenzado a mostrar una mejoría, después de tres años de variaciones anuales negativas. El empleo se ha venido recuperando en el sector formal desde septiembre del año anterior (con datos desestacionalizados). Adicionalmente, la composición de los empleos creados tiende a mejorar, como lo muestra el incremento gradual del número de asegurados permanentes en el IMSS.

Por su parte, el principal reto que recientemente ha enfrentado el proceso de reducción de la inflación ha provenido de diversos choques de oferta experimentados por diferentes bienes y servicios pertenecientes al subíndice de precios no subyacente durante los primeros meses del año:

(a) Por lo que toca a los productos pecuarios, destacan las tasas de inflación anual crecientes en las carnes y el huevo, las cuales reflejan tanto la tendencia al alza en sus cotizaciones internacionales, como la prohibición que se impuso a la importación de carne de bovino y pollo, ante los brotes de diversas epidemias en los Estados Unidos.

(b) Por otro lado, diversos bienes y servicios administrados y concertados por el sector público también mostraron fuertes ajustes de precios. En cuanto a los primeros, deben resaltarse los aumentos en los precios de las gasolinas en las ciudades fronterizas del país, en respuesta a los incrementos en sus referencias internacionales, mientras que en el primer trimestre el precio del gas doméstico se incrementó a una tasa superior a la meta establecida para la inflación (reflejando, en parte, el alza en su cotización internacional). Por lo que se refiere al segundo grupo, destaca el alza en las tarifas del transporte urbano (particularmente en el D.F. y en el Estado de México), así como la actualización de las contribuciones de agua y de predial en algunos municipios de la República.

Si bien a principios de año el Banco de México había advertido que en algunos meses de 2004 se podrían presentar perturbaciones de oferta que ubicaran temporalmente a la inflación anual por arriba de 4 por ciento, el número, magnitud y duración de los choques observados han sido mayores a los previstos.

Al respecto, conviene señalar que los diversos indicadores de expectativas de inflación no anticipan que dichos choques tendrán un efecto de consideración sobre la inflación en el mediano y largo plazos. No obstante, el deterioro observado en las expectativas para 2004 podría complicar la

convergencia de la inflación hacia su meta de 3 por ciento, en la medida en que llegara a afectarse la determinación de otros precios en la economía (efectos de segundo orden). Esto último es particularmente relevante para las negociaciones salariales: en el primer trimestre del año, en cuyo periodo se lleva a cabo una parte importante de las revisiones salariales, se observaron incrementos en los salarios contractuales mayores a los registrados en el último trimestre de 2003.

En el contexto anterior, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió restringir la postura de política monetaria, incrementando el "corto" en dos ocasiones durante el periodo. Con ello, se buscó inducir condiciones monetarias congruentes con el restablecimiento de la trayectoria de inflación hacia la meta de 3 por ciento.

La trayectoria de la inflación en los siguientes meses dependerá considerablemente de la incidencia que tengan las perturbaciones anteriormente referidas sobre la inflación general. A su vez, aquélla dependerá de las características de los diferentes bienes y servicios cuyos precios se vieron afectados:

(a) Por una parte, el alza reciente en los precios de los productos pecuarios podría revertirse en la medida en que su oferta se regularice, contribuyendo a deshacer el impacto inflacionario inicial. Se prevé su ocurrencia considerando que ya se ha liberado la importación de diversos productos cárnicos de los Estados Unidos (tanto carne de bovino sin hueso, como pollo y pastas de pavo para la elaboración de embutidos), al tiempo que está en proceso de expansión la parvada avícola productora de huevo.

(b) Por otra parte, con excepción de aquellos bienes cuyos precios están referenciados internacionalmente, en general los incrementos en los precios administrados y concertados tienden a ser de carácter permanente; ello significa que sus impactos en términos de inflación anual se mantienen durante doce meses. Al respecto, cabe señalar que para el resto del año no se vislumbran ajustes adicionales de consideración en los precios de los bienes y servicios administrados y concertados por el sector público.

Ante la magnitud de los choques de oferta registrados en el periodo al que se refiere este Informe, es previsible que la convergencia de la inflación general hacia su objetivo puntual sea más lenta y gradual. No obstante, esto dependerá en gran medida de la velocidad con la que se reviertan las perturbaciones en los precios pecuarios y de que no se

presenten incrementos adicionales en los precios administrados y concertados superiores a la meta de inflación.

Con todo, es importante destacar que la inflación subyacente, que constituye una mejor guía de las presiones inflacionarias de mediano plazo que enfrenta la economía, registró una variación anual de 3.52 por ciento en marzo con una ligera tendencia descendente a lo largo del trimestre. Sin embargo, debe mencionarse que dicha inflación se ha mantenido relativamente estable por un periodo prolongado de tiempo, lo que contrasta con las condiciones de la situación que han prevalecido en los mercados de bienes y laboral. Claramente, en la medida en que la recuperación económica cobre vigor, ello podría complicar la convergencia de la inflación subyacente con la meta establecida para la inflación general. Por ello, el Banco de México estará vigilante para detectar oportunamente las posibles presiones inflacionarias derivadas del mayor dinamismo del gasto agregado y, en su caso, actuar en consecuencia.

En cuanto al crecimiento económico para el año, se anticipa que la recuperación iniciada a finales de 2003 cobre vigor, por lo que se estima que el crecimiento del PIB se situará en la parte superior del intervalo de 3 a 3.5 por ciento reportado en el Informe precedente. Así, el crecimiento económico sería claramente mayor al de 2003, si bien todavía por debajo del potencial.

II. Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2004

II.1. Evolución Reciente de la Inflación

Al cierre del primer trimestre de 2004 la inflación general anual alcanzó una tasa de 4.23 por ciento. Dicha tasa resultó mayor que la observada al término del trimestre anterior (3.98 por ciento), pero inferior que la registrada en el mismo periodo de 2003 (5.64 por ciento). En el transcurso del trimestre la variación anual de los precios se elevó en enero y febrero (4.20 y 4.53 por ciento, respectivamente), para posteriormente disminuir en marzo.

Recientemente, el principal obstáculo al proceso desinflacionario ha consistido en los diversos choques de oferta ocurridos en el subíndice no subyacente durante los primeros meses del año. Así, mientras que la inflación anual no subyacente mostró durante el primer trimestre un incremento de 1.12 puntos porcentuales, la subyacente se redujo 0.14 puntos.

Destacan los siguientes puntos:

(a) La inflación no subyacente anual tuvo una trayectoria muy volátil a lo largo del trimestre, con aumentos significativos en enero y febrero y una baja en marzo. Tales movimientos estuvieron determinados por altibajos en las cotizaciones anuales de las frutas y verduras, así como por tasas anuales de inflación crecientes de los productos pecuarios y de los bienes y servicios administrados y concertados.^{1*}

(b) El comportamiento de los precios de las frutas y verduras fue consecuencia de que no se materializó la estacionalidad histórica de los últimos años, acorde a la cual ocurre una fuerte baja de los precios en febrero. En esta ocasión, se observaron inflaciones mensuales ligeramente negativas en enero y febrero, acompañadas de una mayor caída en marzo.

(c) Los precios de los productos pecuarios se vieron presionados al alza tanto por el incremento en sus cotizaciones internacionales, como por las prohibiciones de las autoridades mexicanas a la importación de carne de bovino y de ave de los Estados Unidos, que entraron en vigor, respectivamente, en la última semana de diciembre de 2003 y la última semana de febrero del año en curso. Estas prohibiciones se acordaron ante los brotes de diversas epidemias en dicho país. No obstante, las citadas medidas fueron relajadas parcialmente el 3 de marzo para la carne de bovino y el día 8 del mismo mes para la carne de ave.

(d) En lo referente a los bienes y servicios administrados y concertados, se observaron los siguientes incrementos de precios: ajustes a las tarifas del transporte urbano (particularmente en el D.F. y en el Estado de México); actualizaciones de las contribuciones de agua y predial en algunos municipios de la República y aumentos en las gasolinas en las ciudades fronterizas del país. Asimismo, el precio del gas doméstico se ha venido deslizando a una tasa superior a la meta de inflación.

(e) La inflación subyacente anual se redujo debido a las menores variaciones de los precios de los servicios. En esto último destaca el menor crecimiento de los precios en los grupos de diversión y viajes, servicios de alimentación, y salud y cuidado personal.

(f) La tasa de crecimiento anual del subíndice de precios de la vivienda disminuyó a un ritmo menor que el resto de los servicios subyacentes. Ello en virtud de que la moderación que se registró en las rentas, consecuencia de una mayor oferta de casas-habitación, fue atenuada por un incremento

* Nota: las notas, cuadros y gráficas se encuentran al final del documento.

en el costo de la construcción residencial (productos metálicos, alambre, varilla, cemento y concreto premezclado).

(g) Durante enero y febrero, la inflación subyacente anual de las mercancías mantuvo la ligera tendencia alcista que inició desde el último trimestre de 2002. Con todo, parece que dicha tendencia pudiera comenzar a moderarse, toda vez que el ritmo de aumento de los precios de los alimentos y de otras mercancías descendió en marzo con respecto a febrero.

(h) El crecimiento a tasa anual del Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de mercancías y servicios finales excluyendo al petróleo resultó mayor que al cierre del trimestre anterior. Ello refleja los aumentos de precios registrados en los siguientes sectores: agropecuario, silvicultura y pesca, minería, industria manufacturera (en el ramo de industrias metálicas básicas) y construcción.

II.2. Evolución de los Distintos Indicadores de Inflación

II.2.1. Inflación Anual

En marzo de 2004, la inflación anual del INPC fue de 4.23 por ciento. Este resultado implicó un aumento de 0.25 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2003. Por su parte, en el primer trimestre del año la inflación subyacente anual se redujo 0.14 puntos porcentuales, con lo que se ubicó en 3.52 por ciento.

Así, el incremento de la inflación general anual fue consecuencia del aumento de 1.12 puntos que registró en el periodo el componente no subyacente del INPC (Gráfica 1). Al respecto, cabe señalar que la diferencia entre la inflación general anual y la subyacente se amplió de 0.32 puntos porcentuales en diciembre de 2003, a 0.71 puntos en marzo de 2004 (Cuadro 1).

El Cuadro 2 muestra el impacto que tuvieron sobre la inflación general del primer trimestre de 2004 algunos genéricos pertenecientes a los diversos subíndices que integran la inflación no subyacente. Como puede apreciarse, las variaciones de los precios de los productos pecuarios y de los bienes y servicios administrados y concertados explican aproximadamente el 55 por ciento de la inflación acumulada en el trimestre, cuando éstos tienen una ponderación en el INPC de tan sólo 22 por ciento.

En cuanto a las presiones inflacionarias generadas como consecuencia de los aumentos de los precios de los productos

pecuarios, se anticipa que éstas puedan revertirse en los siguientes meses. Ello se debe a los siguientes factores: i) la liberalización de la importación de diversos productos cárnicos de los Estados Unidos (tanto carne de bovino sin hueso, como pollo y pastas de pavo para la elaboración de embutidos); y, ii) el proceso de expansión de la parvada avícola productora de huevo. Esto se reforzaría en la medida en que comenzara a ceder la inflación de algunas de las materias primas agropecuarias que han venido registrando alzas de precios en los mercados internacionales.

Por su parte, los aumentos observados en los precios de bienes y servicios concertados suelen tener un efecto permanente sobre el nivel del INPC (por ejemplo, alzas al transporte urbano), lo que implica que su impacto sobre la inflación anual se mantiene durante doce meses (Gráfica 2).

Si bien las perturbaciones antes descritas se concentraron en el subíndice de precios no subyacente, ya se han transmitido parcialmente a algunos genéricos incluidos en el subíndice subyacente, particularmente en el grupo de alimentos procesados, bebidas y tabaco de las mercancías. Adicionalmente, el alza en los precios internacionales de otras materias primas también ha incidido en los precios de ciertos servicios. El caso más claro es el de los servicios asociados a la vivienda, ya que los costos de construcción residencial se han visto afectados por el incremento en los precios internacionales del acero y de los productos derivados de éste.

No obstante, en el periodo de referencia la inflación subyacente anual mostró una ligera reducción, al caer la de los servicios más que lo que aumentó la de las mercancías. Este último subíndice cerró el trimestre con una inflación anual de 2.78 por ciento; asimismo, su inflación acumulada en los primeros tres meses del año resultó de 1.25 por ciento, derivada de incrementos acumulados de 2.33 por ciento en los precios de los alimentos y de 0.51 por ciento en los del resto de las mercancías. En el trimestre que se analiza, el aumento acumulado que experimentaron los precios de los alimentos explica aproximadamente el 76 por ciento del incremento mostrado por los precios de las mercancías. Asimismo, al igual que en el trimestre anterior, unos cuantos genéricos fueron los que originaron la elevada inflación acumulada de los alimentos procesados, bebidas y tabaco, ya que en dicho periodo el incremento de los precios de tan sólo seis de ellos explica el 58 por ciento del aumento de la inflación acumulada del grupo (cerveza, cigarrillos, pan dulce, leche, tortilla de maíz y aceites y grasas

vegetales) (Gráfica 3). En particular, cabe mencionar el impacto alcista de la modificación del IEPS sobre el precio de los cigarrillos.²

La tasa de crecimiento anual del subíndice subyacente de los servicios presentó en el periodo una disminución de 0.49 puntos porcentuales con relación a su nivel de diciembre de 2003. Este resultado se explica por el desempeño favorable de la mayor parte de los genéricos que integran al referido subíndice. Por su parte, en el grupo de la vivienda las cotizaciones mostraron tan sólo una ligera reducción. En efecto, la tasa de crecimiento anual de las cotizaciones de los servicios excluyendo vivienda disminuyó en el periodo 0.93 puntos porcentuales. En particular, destacan las bajas de los siguientes conceptos: diversión y viajes, servicios de alimentación, y salud y cuidado personal (Gráfica 3). Por lo que se refiere a la inflación a tasa anual de la vivienda, ésta se redujo en el trimestre 0.12 puntos porcentuales. Este comportamiento fue el resultado de combinar la moderación en las rentas, como consecuencia de una mayor oferta de casas-habitación (con un acceso creciente al financiamiento inmobiliario), con el aumento en el costo de la construcción residencial, indicador que se emplea para estimar el costo que enfrenta un segmento de los propietarios de vivienda.³ Al respecto, el Índice del Costo de la Construcción Residencial (ICC) aumentó 8.71 por ciento acumulado en el trimestre que se analiza, como consecuencia de alzas en los precios de los productos de alambre (63.26 por ciento), de los productos metálicos (18.23 por ciento) y del cemento (6.03 por ciento).

II.2.2. Inflación Mensual

En enero y febrero la inflación mensual observada resultó mayor a los pronósticos respectivos de los especialistas del sector privado al final del trimestre previo. La previsión para marzo de dichos analistas resultó prácticamente igual al dato observado.

La inflación general mensual mostró un aumento en enero y febrero del presente año, con relación a los niveles que alcanzó en los mismos meses de 2003. Dicho comportamiento es atribuible a las presiones alcistas que se generaron en la inflación no subyacente. En marzo, la variación de dicho subíndice disminuyó, con lo cual la inflación general mensual mostró una reducción significativa. Por su parte, en el trimestre la variación mensual promedio del subíndice de precios subyacente resultó de 0.43 por ciento, comparada con una de 0.47 por ciento en el mismo lapso de 2003. Cabe señalar que este resultado se derivó de un

aumento de la inflación subyacente de las mercancías y una disminución en la de los servicios.

II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor

Al cierre del trimestre, el INPP de mercancías y servicios finales sin petróleo registró una variación anual de 5.10 por ciento, cifra superior al 4.52 por ciento alcanzado en diciembre de 2003. Esto se debe principalmente al aumento de las cotizaciones de los siguientes rubros: construcción (varilla, alambón, tubería y cemento); transporte y comunicaciones (taxis, peajes y correos), y productos agropecuarios y pesqueros (frutas, hortalizas, aves, huevo, mariscos y pescados). Por el lado de los bienes de uso intermedio, éstos registraron en marzo una variación de 5.90 por ciento, tasa mayor a la obtenida en diciembre de 2003 (5.32 por ciento). Al respecto, sobresalen los aumentos que experimentaron los siguientes subíndices: industrias metálicas básicas (tanto industrias de metales ferrosos como las de no ferrosos), productos metálicos, maquinaria y equipo (motores eléctricos, alternadores, radiadores, tornillos y clavos) y productos agropecuarios y pesqueros (ganado bovino, huevo, aves, café y miel de abeja).

Los aumentos comentados fueron consecuencia de los siguientes factores: i) alzas de los precios de diversas materias primas en los mercados internacionales; ii) disminución de la oferta de productos cárnicos por el cerco sanitario impuesto a la importación proveniente de los Estados Unidos de dichos perecederos; y, iii) comportamiento del tipo de cambio.

II.3. Principales Determinantes de la Inflación

II.3.1. Entorno Externo

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

lado, el aumento en el precio de la mezcla mexicana de petróleo y la disminución en los márgenes soberanos (que se mantuvieron por debajo de los 200 puntos base en la mayor parte del trimestre), constituyeron factores positivos para el desempeño de la economía nacional.

II.3.2. Precio del Petróleo

Después de haber registrado niveles elevados durante el periodo octubre-diciembre de 2003, el precio del petróleo mostró incrementos adicionales durante el primer trimestre de 2004. El crudo del tipo West Texas Intermediate (WTI) alcanzó un precio promedio de 35.29 dólares por barril, esto es, 4.10 dólares más que el observado durante el periodo octubre-diciembre de 2003. La cotización llegó inclusive a superar los precios alcanzados en los días previos al conflicto en Irak. El aumento en el precio del petróleo se explica, principalmente, por el fuerte crecimiento de la demanda de crudo en algunos países, los bajos inventarios de gasolina en los Estados Unidos, la incertidumbre geopolítica y por el esperado recorte en las cuotas de producción de la OPEP a partir de abril. Por su parte, el precio promedio de la mezcla mexicana se ubicó en 26.95 dólares por barril durante el primer trimestre del año, lo que representó un aumento de 1.89 dólares respecto a la cotización promedio registrada en el trimestre previo.⁴

II.3.3. Evolución de la Economía de los Estados Unidos

La información más reciente sugiere que la economía de los Estados Unidos continuó creciendo a una tasa mayor que la potencial durante el primer trimestre de 2004. El mantenimiento de una política monetaria laxa, las devoluciones de impuestos previstas en el paquete de estímulo fiscal aprobado en 2003 y el fortalecimiento de las utilidades corporativas favorecieron la expansión de la demanda.

El PIB estadounidense se expandió durante el periodo octubre-diciembre de 2003 a una tasa trimestral anualizada de 4.1 por ciento. Tal como se anticipó, el consumo presentó un incremento menor al registrado en el trimestre julio-septiembre de 2003. No obstante, mantuvo un crecimiento elevado que, combinado con la expansión de la inversión fija, dio lugar a un importante incremento de la demanda interna. Cabe resaltar el aumento (de dos dígitos por segundo trimestre consecutivo) de la inversión en equipo y software. Por su parte, los inventarios contribuyeron favorablemente al incremento del PIB, tras haber incidido negativamente durante los cuatro trimestres anteriores.

En el primer trimestre de 2004, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) mantuvo sin variación el objetivo para la tasa de fondos federales en 1 por ciento, nivel históricamente bajo establecido desde junio de 2003. Por su parte, las tasas de interés del bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años, que promediaron 4.27 por ciento en el último trimestre del año pasado, descendieron a niveles de alrededor de 3.83 por ciento al cierre de marzo. Cabe aclarar que, en abril, las tasas repuntaron nuevamente al darse a conocer un vigoroso crecimiento del empleo para marzo, así como un aumento de la inflación.⁵

Durante el periodo de referencia, el dólar interrumpió la tendencia a la depreciación iniciada desde febrero de 2002. El vigor de la actividad económica en los Estados Unidos y la anticipación de una posible baja en las tasas de interés en Europa, entre otros factores, contribuyeron a que a partir de marzo el dólar se fortaleciera frente a las principales monedas. Al cierre del primer trimestre, el tipo de cambio efectivo nominal del dólar frente a las principales monedas había registrado una ligera apreciación respecto a su valor de fines de 2003.⁶

En lo referente a la demanda agregada, la información disponible apunta a un crecimiento vigoroso del gasto en consumo durante el periodo enero-marzo. Ello debido en buena medida a las devoluciones impositivas llevadas a cabo en el periodo. Por su parte, el desempeño de los nuevos pedidos de bienes de capital (que excluyen defensa y aviación) sugiere que la inversión en equipo y software se expandió durante el trimestre a un ritmo similar al registrado en el periodo octubre-diciembre de 2003. A su vez, la continuación del proceso de reposición de inventarios hace esperar una contribución positiva de los mismos al crecimiento del producto durante el primer trimestre de 2004. En el sector externo, el déficit en la balanza comercial resultó en el periodo enero-febrero similar al promedio registrado en el periodo octubre-diciembre de 2003. Ello es congruente con las expectativas de los analistas, que anticipan una moderación en el ritmo de deterioro de las exportaciones netas en el trimestre. En este contexto, los analistas privados estiman que el crecimiento del PIB para enero-marzo de 2004 haya sido de alrededor de 4.5 por ciento (tasa trimestral anualizada) (Cuadro 4).

A pesar de que con datos mensuales la producción industrial cayó ligeramente en marzo, interrumpiendo la fase de expansión iniciada en el segundo semestre de 2003, las cifras del periodo enero-marzo de 2004 superaron las expectativas

de los analistas. El sector industrial creció 6.6 por ciento a tasa trimestral anualizada (la expectativa según Consensus Forecasts en abril, antes de publicarse la información de marzo, era de un aumento de 6.4 por ciento), la expansión más sólida desde el segundo trimestre de 2000. Cabe resaltar que la producción manufacturera estadounidense, de gran importancia para México por su impacto en la demanda de las exportaciones del país, también registró un fuerte repunte. En este contexto, la capacidad utilizada en el sector industrial alcanzó durante el primer trimestre del año su nivel más elevado (76.5 por ciento en promedio) desde el tercer trimestre de 2001. Adicionalmente, el índice de gerentes de compras del sector manufacturero (ISM por sus siglas en inglés) continuó ubicándose por encima de 60 puntos, lo cual apunta a una expansión firme de la producción industrial en los próximos meses.⁷

El mercado laboral ha dado señales de mejoría. En los tres primeros meses del año, el número de empleos en el sector no agrícola se incrementó en 513 mil unidades. La cifra de marzo fue particularmente positiva. En ese mes se generaron en el sector no agrícola 308 mil empleos, la cifra más alta desde mayo de 2000. El crecimiento del empleo fue generalizado entre los distintos sectores y, por primera vez desde agosto de 2000, no se registró una contracción de la nómina manufacturera (Gráfica 5). De julio de ese año a marzo de 2004, se han perdido 3.02 millones de empleos en dicho sector. La rama de bienes no durables, especialmente la de textiles, ha sido la más afectada. Cabe aclarar que el crecimiento del empleo en marzo podría estar sesgado al alza en alguna medida por el fin de un conflicto laboral en el sector de ventas al menudeo en el estado de California y por eventos positivos en la industria de la construcción a raíz del mejor clima. La tasa de desempleo finalizó el periodo en 5.7 por ciento, mismo nivel que el registrado en diciembre de 2003.

La inflación, medida por el índice de precios al consumidor, registró tasas anuales inferiores a 2 por ciento en los tres primeros meses de 2004 (1.98, 1.69 y 1.74 por ciento en enero, febrero y marzo). Ello se explica parcialmente por la importante expansión de la productividad y por la todavía débil utilización de recursos. La inflación subyacente, por su parte, alcanzó un nivel mínimo en diciembre de 2003 (1.09 por ciento), y ha registrado aumentos en los tres primeros meses de este año (1.14, 1.25 y 1.56 por ciento en enero, febrero y marzo). En este contexto, las expectativas de inflación para 2004 han aumentado, aunque se ubican todavía por debajo de 2 por ciento.

En resumen, las perspectivas de crecimiento económico para 2004 en los Estados Unidos son favorables. Los analistas anticipan una expansión anual de la actividad de 4.6 por ciento, cifra que representaría la mayor tasa desde 1984. A su vez, esperan que la expansión de la economía sea más elevada durante el primer semestre del año.

En general, los analistas proyectan para el mediano plazo un crecimiento equilibrado de la economía estadounidense, acompañado de bajas tasas de inflación, si bien persisten los riesgos derivados de los elevados déficit externo y fiscal. Es importante destacar que las proyecciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) anticipan una reducción en el déficit fiscal de 4.2 por ciento del PIB en el año fiscal 2004, a 2.1 por ciento en el año fiscal 2006. Este panorama, de materializarse, contribuiría de manera importante a aliviar los riesgos asociados a los referidos déficit, lo cual favorecería una expansión sostenida de la economía estadounidense.

II.3.4. Evolución de la Economía en el Resto del Mundo

En el cuarto trimestre de 2003 el PIB de la zona del euro se expandió por segundo periodo consecutivo (1.2 por ciento a tasa trimestral anualizada), si bien a un ritmo menor que en el tercero (1.6 por ciento) y por debajo de su potencial. El crecimiento de la economía de la región fue impulsado por el repunte de la inversión y la acumulación de inventarios. El consumo privado continuó estancado durante el periodo de referencia, reflejando la persistencia de bajos niveles de confianza entre los consumidores y el mantenimiento de condiciones desfavorables en el mercado laboral. Por su parte, las exportaciones netas afectaron negativamente a la actividad económica, como reflejo del fortalecimiento del euro a lo largo del año. Durante el primer trimestre de 2004, los indicadores disponibles sugieren que la economía continuó su proceso de recuperación, pero aún de forma muy pausada, ya que no existen indicios de un fortalecimiento significativo del consumo. Asimismo, está todavía por verse en qué medida afecta a la actividad económica la incertidumbre resultante de los recientes atentados terroristas. La Comisión Europea mantiene su estimación de un crecimiento entre 1.2 y 2.8 por ciento (tasa trimestral anualizada) para el primero y segundo trimestres de 2004. Ante la debilidad de la actividad económica y la ausencia de presiones inflacionarias, han aumentado las expectativas de que el Banco Central Europeo reduzca las tasas de interés.

La economía del Reino Unido se expandió 3.7 por ciento en el último trimestre de 2003 (tasa trimestral anualizada), impulsada por el crecimiento del consumo y por una fuerte recuperación de la inversión. Para el periodo enero-marzo, los indicadores oportunos apuntan a una consolidación del crecimiento. En particular, el desempeño de las compensaciones laborales sugiere que el consumo mantuvo el ritmo observado en el trimestre anterior.

Durante el cuarto trimestre de 2003 la economía japonesa se expandió 6.4 por ciento (tasa trimestral anualizada). La fortaleza de la actividad respondió al dinamismo tanto de la inversión privada como de las exportaciones, particularmente de aquellas dirigidas al resto de Asia. Los indicadores recientes sugieren que la recuperación continuó en el primer trimestre de 2004, especialmente en los sectores ligados a la exportación. Además, el fortalecimiento de la confianza de los consumidores sugiere una eventual mejora del consumo. La inversión, por su parte, continuó registrando una elevada expansión ante el incremento de las ganancias de las empresas y las mejores perspectivas para la demanda, tanto interna como externa. En este contexto, las previsiones para la expansión de la actividad económica han sido revisadas al alza. Los analistas esperan que el crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2004 haya sido de 1.2 por ciento (tasa trimestral anualizada) y que será de 3.0 por ciento para el año en su conjunto.

La mejoría en las condiciones de financiamiento externo para los países en desarrollo continuó en el último trimestre de 2003, periodo en el cual se observó un incremento en las colocaciones de deuda de estos países (principalmente bonos). De esta forma, las entradas netas de capitales privados a las economías emergentes aumentaron a alrededor de 131 mil millones de dólares en 2003, su mayor nivel desde 1997. No obstante, nuevamente se observó un descenso en los flujos de inversión extranjera directa. Las favorables condiciones financieras globales motivaron que los países emergentes prosiguieran con sus emisiones de deuda a principios de 2004, cubriendo gran parte de las colocaciones de bonos programadas para este año. Durante el trimestre, el riesgo país (medido por el índice compuesto EMBI+) descendió 25 puntos base respecto al promedio en el trimestre anterior. No obstante, la expectativa de incrementos en las tasas de interés en los países industrializados (particularmente en Estados Unidos) generó mayor volatilidad en los mercados de bonos, lo que propició que el índice EMBI+ detuviera a partir de enero su prolongada tendencia a la baja y que se haya mantenido relativamente estable desde finales de ese mes. Si bien los márgenes se

mantiene aún en niveles cercanos a los mínimos históricos, su posible repunte representa un factor de riesgo, especialmente para aquellos países con elevados niveles de endeudamiento.

Los países de Asia emergente y en desarrollo hicieron una contribución significativa a la expansión de la economía mundial durante 2003. El PIB de dicho grupo registró un crecimiento de 7.8 por ciento. El dinamismo aludido parece haberse mantenido al inicio de 2004. En particular, el PIB de China, después de crecer 9.1 por ciento en 2003 debido a un extraordinario aumento de la inversión, aceleró su ritmo de expansión en el primer trimestre de 2004, periodo en el cual el PIB alcanzó un crecimiento de 9.7 por ciento a tasa anual. Los analistas encuestados por Consensus Forecasts esperan un crecimiento de la economía china de 8.3 por ciento para 2004. A su vez, varias de las economías asiáticas de reciente industrialización también muestran señales de una aceleración en su ritmo de crecimiento a principios de 2004.

La situación económica en América Latina continúa recuperándose, gracias a un ambiente externo más favorable y a los esfuerzos de estabilización llevados a cabo en algunos países de la región. Para la zona latinoamericana en su conjunto, se pronostica un crecimiento ligeramente superior a 4 por ciento en 2004 (1.5 por ciento en 2003). La economía de Argentina creció 8.7 por ciento en 2003, mientras que en el 2002 había registrado una contracción de 10.9 por ciento. La inflación ha descendido sustancialmente y en marzo se ubicó en 2.3 por ciento a tasa anual. En Brasil, se han llevado a cabo importantes esfuerzos de estabilización y reforma. Aunque en 2003 la economía registró una caída de 0.2 por ciento, en los últimos meses del año hubo señales de un repunte que se han fortalecido en los primeros meses de 2004. La inflación se encuentra en niveles de un dígito y el Banco Central ha bajado gradualmente la tasa de referencia a medida que las presiones inflacionarias han cedido. Los analistas proyectan que en 2004 las economías de Argentina y Brasil alcanzarán tasas de crecimiento de 6.7 y 3.4 por ciento, respectivamente.

II.3.5. Remuneraciones, Salarios y Empleo

En el primer trimestre del año, se observaron incrementos en los salarios contractuales mayores a los registrados en el último trimestre de 2003. Esto es de especial importancia si se considera que en el primer trimestre del año un número importante de trabajadores revisan sus salarios contractuales.

II.3.5.1. Remuneraciones

En enero de 2004, el incremento de las remuneraciones medias reales resultó positivo en la industria manufacturera, tanto en la maquiladora como en la no maquiladora, con variaciones de 2.3 y 1.0 por ciento, respectivamente. En contraste, el sector comercio registró una caída en ese mes de 0.4 por ciento (Cuadro 6).

Por su parte, durante el primer mes de 2004 la productividad laboral mostró variaciones anuales positivas en todas las actividades analizadas. Asimismo, en enero el costo unitario de la mano de obra disminuyó en la industria manufacturera y el sector comercio, mientras que en la actividad maquiladora tuvo un ligero incremento (Cuadro 7).

En el caso particular de la producción de la industria manufacturera no maquiladora, en el bimestre diciembre 2003- enero 2004 ésta registró una variación anual positiva. No obstante, en ese periodo dicho repunte aún no se había visto acompañado de un incremento en el empleo. Con ello, se originó una importante recuperación de la productividad y una caída en el costo unitario de la mano de obra. Es probable que al irse consolidando la recuperación, la creación de empleos en el referido sector se reactive y, por ende, se modere tanto el crecimiento de la productividad, como la caída del costo laboral por unidad de producto (Gráfica 7).

II.3.5.2. Salarios Contractuales

Los salarios contractuales, negociados por los trabajadores de empresas de jurisdicción federal, registraron en el primer trimestre de 2004 un incremento promedio de 4.5 por ciento, ponderado por el número de asalariados beneficiados. Dicha variación superó al aumento correspondiente (4.2 por ciento) durante el cuarto trimestre del 2003. Cabe señalar que, desde las circunstancias excepcionales de principios de 1996, no se presentaba una situación en la cual los incrementos salariales de un primer trimestre resultaran mayores a los aumentos registrados durante el último del año previo. Por otro lado, en el periodo los salarios contractuales en empresas privadas tuvieron alzas nominales significativamente mayores a las otorgadas en las empresas públicas (el diferencial se ubicó en 0.7 puntos porcentuales) (Cuadro 8).

El repunte en el salario contractual durante el trimestre pudo haber estado influido por los aumentos en la inflación esperada para el año. Sin embargo, debe tenerse en cuenta

que mientras que varias de las perturbaciones de oferta que incidieron en los precios durante el primer trimestre del año obedecieron a situaciones de carácter temporal, los aumentos que se otorgan a los salarios contractuales son permanentes. Como es evidente, esto podría encarecer el costo laboral de las empresas y, en consecuencia, dificultar el combate a la inflación, la generación de empleos y los esfuerzos por mejorar la competitividad de la economía nacional (Gráfica 8). Adicionalmente, se considera que las negociaciones salariales no están reflejando las condiciones de holgura que todavía prevalecen en el mercado laboral, lo cual es un obstáculo para la creación de empleos.

II.3.5.3. Empleo

La mejoría que registró la actividad económica hacia finales del 2003 y en el primer trimestre de 2004, tuvo como contrapartida un aumento en el empleo en el sector formal. Sin embargo, la recuperación de la producción no resultó suficientemente vigorosa como para evitar que algunos otros indicadores del mercado laboral presentaran un deterioro en el periodo, en particular, el correspondiente a la tasa de desempleo.

Así, al cierre de marzo de 2004 el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se ubicó en 12,319,815 personas, superior en 129,023 trabajadores a la cifra del cierre de diciembre de 2003. Por su parte, al comparar el número de trabajadores de marzo con la cifra de ese mismo mes de 2003, resulta un incremento anual de 112,516 personas. Debe mencionarse que, al ajustar las cifras por efectos estacionales, se desprende que el repunte del empleo formal ha sido significativo: para marzo ya se habían alcanzado siete meses consecutivos con aumento de los trabajadores asegurados. Así, se logró un avance de 190,102 empleos (septiembre de 2003 a marzo de 2004), derivado de 106,787 empleos permanentes y de 83,315 eventuales urbanos.

En los primeros tres meses del año la generación de empleos en el sector formal se extendió a un mayor número de actividades. De esta forma, con datos desestacionalizados, hubo avances de la ocupación en los servicios, en la industria de la construcción y en el sector manufacturero. Esta última abarcó principalmente a las divisiones de productos metálicos, maquinaria y equipo, química y plásticos y de alimentos, bebidas y tabaco. Por su parte, continuó la debilidad del empleo formal en la división de textiles y prendas de vestir.

En contraste con lo anterior, la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas arrojó un aumento tanto en sus datos originales, como en los desestacionalizados. Ello posiblemente reflejó que el repunte de la demanda de trabajo en el sector formal, en conjunto con la generación de empleos en actividades informales, no absorbieran la oferta adicional de trabajo que se presentó en el primer trimestre del año. Así, en este periodo la tasa de desempleo abierto resultó en promedio de 3.86 por ciento, mientras que en el trimestre previo había sido de 3.46 por ciento. Con cifras desestacionalizadas, esta tasa promedio se incrementó ligeramente en el lapso referido, al pasar de 3.63 a 3.77 por ciento. Cabe recordar que desde principios de 2003 la tasa de desempleo, medida con datos desestacionalizados, ha seguido una cierta tendencia al alza. Por su parte, otro indicador del empleo es la tasa de ocupación de menos de 35 horas semanales y desocupación. En el primer trimestre de 2004, esta tasa también presentó un incremento al ubicarse en promedio en 22.13 por ciento de la población económicamente activa, mientras que en el trimestre previo había sido de 20.77 por ciento.

II.3.6. Oferta y Demanda Agregadas

Durante el primer trimestre de 2004 la actividad económica mostró un avance, con lo que continuó la mejoría iniciada en el cuarto trimestre del año pasado. Tal evolución fue notoria en los indicadores tanto de demanda interna y externa, como en los de producción. Un aspecto sobresaliente en el comportamiento de la demanda agregada es que su expansión fue más balanceada que en el cuarto trimestre del año pasado, dado que la inversión ya presentó cierta mejoría. Lo anterior propició una recuperación de la demanda de trabajo en el sector formal de la economía. En particular, se estima que en el primer trimestre del año la demanda interna haya crecido a una tasa muy cercana a la registrada por el PIB. A su vez, ello implicó que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos haya resultado moderado. En síntesis, en la información del primer trimestre de 2004 sobresalen los siguientes aspectos:

(a) La evolución de la demanda interna se caracterizó por la continuidad de la expansión del gasto de consumo privado y por una incipiente reactivación de la inversión. El dinamismo del gasto de consumo resultó notorio en los distintos indicadores de ventas. Así, en el primer bimestre del año las ventas al menudeo aumentaron 3.6 por ciento a tasa anual, alcanzando catorce meses consecutivos con tasa positiva. Por su parte, las ventas de la ANTAD registraron en el primer trimestre del año un crecimiento anual de 8.6

por ciento, que superó al observado en el cuarto trimestre de 2003 (7 por ciento). En el primer trimestre de 2004, también las ventas internas de vehículos presentaron una mejoría a tasa anual al incrementarse 9.4 por ciento, como reflejo, sobre todo, de una mayor adquisición de unidades importadas.

(b) En contraste con la debilidad que observó la inversión en el periodo 2001-2003, dicho renglón mostró un avance en el primer trimestre del año. Ello como resultado de incrementos en su componente de maquinaria y equipo, ya que, de hecho, el renglón de construcción había presentado una expansión a lo largo de 2003. Por su parte, en enero la inversión registró un incremento anual de 1.7 por ciento, que con datos desestacionalizados implicó tres meses seguidos con variación mensual positiva. La inversión en construcción mantuvo una expansión anual significativa de 4.1 por ciento en el primer bimestre del año, que al igual que en 2003, respondió en parte a la construcción en vivienda y en obra pública en infraestructura. Por su parte, en el primer trimestre del año las importaciones de bienes de capital aumentaron en 5.9 por ciento a tasa anual.

(c) La demanda externa continuó mejorando en el primer trimestre de 2004. Tal desempeño resulta notorio tanto en el crecimiento anual que registraron las exportaciones no petroleras, como en el aumento que reportan las cifras de Estados Unidos relativas a sus importaciones de productos mexicanos.

(d) Por el lado de la producción, en el primer bimestre del año el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) tuvo un crecimiento anual de 2.7 por ciento. Éste se derivó de aumentos de todos sus componentes, sobresaliendo los sectores agropecuario y de servicios, mientras que el industrial observó un ligero aumento a tasa anual. Se estima que en marzo el crecimiento anual del IGAE haya superado al registrado en enero y febrero.

(e) La producción industrial y la manufacturera registraron en febrero tasas de crecimiento anuales respectivas de 2.2 y 1.2 por ciento. La actividad manufacturera fue afectada en ese mes por un fuerte descenso anual de la producción de la industria automotriz. A pesar de ello, para el cierre de febrero tanto la producción industrial como la manufacturera habían alcanzado en los últimos cinco meses, con datos desestacionalizados, incrementos acumulados de 2 y 1.9 por ciento, respectivamente. No obstante, la reactivación manufacturera en los últimos meses ha resultado menos vigorosa que la registrada por tal actividad en los Estados Unidos (Gráfica 10).

(f) Durante el primer trimestre del año los distintos indicadores sobre confianza y clima de los negocios mostraron un avance significativo, en comparación con sus niveles del trimestre precedente. Así, el Índice de Confianza de los Analistas del Sector Privado superó, en promedio, en 18.4 por ciento al nivel registrado el trimestre precedente y, en el caso del Índice de Confianza de las Empresas Manufactureras, su avance fue de 5.9 por ciento. Asimismo, el Índice de Confianza del Consumidor, que se había debilitado en la segunda mitad del año pasado, ya presentó en el bimestre febrero-marzo un repunte a tasa anual.

(g) Los indicadores adelantados para la economía mexicana elaborados por el Banco de México y por The Conference Board continuaron acrecentándose en los primeros dos meses de 2004. Sus variaciones a tasa anual permiten anticipar que la recuperación de la actividad económica se mantendrá durante los próximos meses del año.

El amplio espectro de indicadores con evolución reciente positiva sugiere que, en el primer trimestre de 2004, el producto y la demanda agregada habrán alcanzado crecimientos a tasa anual superiores a los registrados en el trimestre previo. En lo que corresponde a la demanda interna, la expansión del gasto en consumo privado continuó impulsada por los siguientes factores: menores tasas de interés; una mayor disponibilidad de crédito de la banca comercial y de las cadenas comerciales; la continuación de incrementos reales en los indicadores de remuneraciones medias reales en los sectores de transformación y maquila y, en el bimestre febrero-marzo, por el avance a tasa anual que ya mostró el Índice de Confianza del Consumidor. Un apoyo adicional al gasto de consumo provino del importante volumen de remesas recibidas del exterior, el cual, como es sabido, las familias receptoras lo destinan primordialmente al gasto corriente en consumo.

El fortalecimiento que experimentaron en el primer trimestre del año las ventas internas en diversos sectores, la mejoría de la demanda externa y el avance que presentaron los indicadores de confianza y de clima de negocios alentaron una reactivación, aunque incipiente, del gasto en inversión. Sin embargo, el principal factor que parece estar retrasando una recuperación más robusta de la inversión privada es la falta de avances en la instrumentación de medidas de cambio estructural. En las diversas encuestas que periódicamente recaba el Banco de México entre el sector manufacturero, las empresas con inversión extranjera directa y los analistas económicos, se ha señalado repetidamente dicho factor como el principal obstáculo que impide alcanzar

mayores niveles de inversión en el país y que limita la actividad económica.

Durante el primer trimestre de 2004 se acrecentó el dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios. Ello es atribuible a la mejoría de la demanda externa, tanto la proveniente de los Estados Unidos, como de otros mercados. Así, una vez que se hayan publicado las cifras de oferta y demanda agregadas, se apreciará que en el primer trimestre de 2004 las exportaciones de bienes y servicios presentaron un incremento significativo a tasa anual, lo que representaría el segundo trimestre consecutivo con variación positiva.

Con base en las consideraciones anteriores, se estima que en el primer trimestre de 2004 el crecimiento anual del PIB haya resultado de alrededor de 3 por ciento. Asimismo, como ya se apuntó, se calcula que para el año en su conjunto el producto crezca entre 3 y 3.5 por ciento, siendo probable que se sitúe en la parte superior de dicho intervalo.⁸

II.3.7. Balanza de Pagos y Flujos de Capital

La evolución del sector externo de la economía mexicana durante el primer trimestre de 2004, y en particular la del comercio exterior, estuvieron influidas por la mejoría de la demanda externa. Esta última favoreció la expansión de las exportaciones manufactureras y, con ello, de las importaciones de los bienes intermedios que se utilizan en su producción. Adicionalmente, las importaciones también aumentaron en respuesta a la reactivación de la producción para el mercado interno. Lo anterior implicó que, en el primer trimestre, el déficit de la balanza comercial se haya incrementado ligeramente con respecto a su nivel en igual periodo de 2003, en tanto que el déficit de la cuenta corriente se redujo ligeramente. Esto último se debe al crecimiento de los ingresos por remesas familiares y a un descenso en el pago neto de intereses al exterior. Por otra parte, con relación a los saldos del trimestre inmediato anterior, ambos déficit resultaron inferiores por la influencia de factores estacionales.

En el primer trimestre del año en curso, las exportaciones de mercancías crecieron 10.6 por ciento a tasa anual, como resultado de incrementos de 3.2 por ciento de las exportaciones petroleras y de 11.7 por ciento de las no petroleras. Por su parte, las importaciones aumentaron en el periodo 11.5 por ciento con relación a su nivel en igual lapso de 2003. Esto último debido a incrementos anuales de 13.6, 5.9 y 4.6 por ciento de las adquisiciones de bienes intermedios, de capital y de consumo, respectivamente.

El déficit de la balanza comercial en el primer trimestre de 2004 fue de 427 millones de dólares, nivel superior al de 75 millones registrado en el trimestre comparable del año previo. El déficit en el primer trimestre del año se ubicó por razones estacionales muy por debajo del de 2,648 millones observado en el trimestre inmediato anterior.

Con cifras desestacionalizadas, las exportaciones de mercancías tuvieron en los primeros meses de 2004 una evolución favorable, luego de que habían comenzado a repuntar en los últimos meses del año pasado. Este comportamiento reflejó en buena medida el desempeño positivo que mostraron las exportaciones no petroleras y, en particular, las de bienes manufacturados. Por otro lado, con datos desestacionalizados, las importaciones de mercancías también registraron un aumento en el primer trimestre del año, principalmente, debido a mayores adquisiciones de bienes intermedios. Por su parte, las de bienes de capital no han presentado un claro repunte y las de los bienes de consumo tampoco observaron en el periodo una significativa tendencia al alza (Gráfica 12).

Las exportaciones de México al mercado de los Estados Unidos presentaron un incremento durante los últimos meses. Sin embargo, este aumento fue inferior a la expansión que mostraron las exportaciones de sus otros socios comerciales a ese país. Cabe señalar, al respecto, que en el primer bimestre de 2004 la participación de los productos mexicanos dentro de las importaciones de mercancías de los Estados Unidos fue de 10.94 por ciento, nivel inferior que el de 11.4 por ciento en igual periodo de 2003. Esto se derivó de que, en el primer bimestre del año, dichas exportaciones mexicanas aumentaron 4.58 por ciento a tasa anual, mientras que las adquisiciones totales de ese país en el exterior crecieron 8.96 por ciento. Ese resultado fue determinado en parte por la reducción en las exportaciones mexicanas de petróleo a ese país. No obstante, al excluir estas últimas, el escenario para las ventas en ese mercado de productos mexicanos mejora solo un poco, ya que en el bimestre las exportaciones sin petróleo de México a los Estados Unidos crecieron 5.76 por ciento, cifra menor al incremento de 8.44 por ciento que observó el total de esas adquisiciones por parte de dicho país. Así, no parece haberse atenuado el deterioro del desempeño relativo de las exportaciones de México a ese mercado. Debe advertirse que es probable que las cifras anteriores estén reflejando una pérdida de competitividad de la economía mexicana.

En este sentido, resulta significativo que algunos de los cambios estructurales que no se han logrado en México ya

se han alcanzado en varias de las naciones emergentes con las que el país compite en los mercados del exterior. De esta manera, la postergación de medidas y reformas estructurales podría estar erosionando la posición competitiva de México en el exterior, hacer que el país desaproveche el acceso preferencial que ha logrado gracias a los tratados comerciales que ha suscrito y debilitar la actividad exportadora.

Según cifras preliminares, el ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares registró en el primer trimestre del año un crecimiento anual de 19.5 por ciento, al situarse en ese periodo en 3,276 millones de dólares; esta cifra fue producto de 10.2 millones de transacciones con un valor promedio de 321 dólares. El monto referido resultó equivalente a casi tres cuartas partes de las exportaciones de petróleo crudo en el trimestre.

Los resultados de la balanza comercial y del renglón de remesas familiares ya mencionados, aunados a la información parcial disponible de otros rubros, permiten estimar que el déficit de la cuenta corriente en el primer trimestre del presente año se haya situado en alrededor de 1.7 miles de millones de dólares. Dicho saldo es ligeramente inferior al déficit reportado para igual periodo de 2003 aunque, debido a la presencia de factores estacionales, resulta significativamente más bajo que el observado en el trimestre inmediato anterior.

En el primer trimestre del presente año la cuenta de capital de la balanza de pagos (incluyendo el rubro de errores y omisiones) experimentó una entrada neta de recursos por alrededor de 3.3 miles de millones de dólares. Los flujos de ingreso se originaron, principalmente, de un monto elevado de IED que incluyó la operación de compra de acciones de BBVA-Bancomer por parte de BBVA. Cabe advertir que el valor de adquisición de tales acciones (aproximadamente 4 mil millones de dólares) no ingresó en su totalidad al país, ya que la transacción implicó un flujo negativo de inversión de cartera, como reflejo de que una parte importante de las acciones correspondientes se encontraba en poder de extranjeros (aproximadamente 2,100 millones).

En resumen, los principales resultados de la balanza de pagos en el primer trimestre de 2004 son los siguientes: un reducido déficit de la cuenta corriente de aproximadamente 1.7 miles de millones de dólares; un superávit de la cuenta de capital de 3.3 miles de millones de dólares (incluyendo el renglón de errores y omisiones) y un incremento de las reservas internacionales de 1,614 millones de dólares.

II.4. La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2004

II.4.1. Acciones de Política Monetaria

El Banco de México sigue un esquema de objetivos de inflación en el diseño de su política monetaria. Como se ha mencionado en otros informes, uno de los elementos más importantes de este esquema es el uso de un enfoque sistemático para analizar la coyuntura económica e identificar el origen y las características de las presiones de inflación. Esta identificación es importante puesto que cuando aquéllas provienen de la demanda, son generalizadas, por lo que suele aconsejarse que la autoridad restrinja su postura de política monetaria. Por otra parte, cuando las presiones provienen por el lado de la oferta, la recomendación es acomodarlas, permitiendo que el nivel de precios aumente una sola vez, con un efecto temporal sobre la inflación. Para ello es necesario que la autoridad monetaria vigile que el aumento de precios ocasionado por las perturbaciones de oferta (efectos de primer orden) no contamine las expectativas de inflación y, por tanto, el proceso de determinación de precios en la economía (efectos de segundo orden).

En este contexto, si bien es cierto que la holgura que aún prevalece en los mercados de bienes y laboral apunta a que actualmente el incremento de la demanda agregada no está generando presiones de importancia sobre los precios, también lo es que la inflación subyacente no se ha reducido a la velocidad que sería previsible en virtud del mencionado entorno. Por ello, el Banco de México estará vigilante para detectar oportunamente las presiones que pudieran generarse sobre la inflación ante la recuperación de la economía, y en su caso, actuaría en consecuencia.

Por su parte, con respecto a las presiones de inflación por el lado de la oferta, durante el primer trimestre de 2004 se experimentaron incrementos importantes en algunos precios, principalmente pertenecientes al subíndice de precios no subyacente (ver sección II.2). Una forma de evaluar la naturaleza de dichas presiones es mediante el análisis de la distribución de las variaciones en los precios relativos.^{9, 10} En la Gráfica 13a se muestra la distribución de las variaciones trimestrales en el precio relativo de los 315 genéricos del INPC. Así, se ordenan los distintos genéricos según las variaciones porcentuales que registraron en sus precios relativos, ponderando por su peso en el INPC. En particular, este análisis permite apreciar si el alza en el INPC se debe a un incremento generalizado en los distintos genéricos (en cuyo caso las observaciones se concentran en un

intervalo relativamente más estrecho), o bien, si ésta se debe a las variaciones de unos cuantos productos (en cuyo caso se aprecian observaciones situadas relativamente a mayor distancia del promedio, propiciando que el intervalo donde se ubica el total de las observaciones sea comparativamente más amplio). Por otra parte, el mismo ejercicio se realiza por separado para los 232 genéricos del subíndice de precios subyacentes (Gráfica 13b), y para los 83 genéricos del subíndice de precios no subyacentes (Gráfica 13c).

En dichos cálculos se puede apreciar que los cambios de precios relativos del subíndice subyacente se distribuyeron en un intervalo más estrecho que los cambios observados en los precios del subíndice no subyacente. Asimismo, también se puede apreciar que fueron las perturbaciones en los precios relativos de algunos productos incluidos en el subíndice no subyacente las que se vieron reflejadas en los extremos de la distribución aludida de la inflación general (comparar Gráfica 13a y Gráfica 13b). Así, tanto la desviación estándar como el sesgo de la distribución de las variaciones de los precios relativos de los genéricos incluidos en el INPC están explicados, fundamentalmente, por los correspondientes a la distribución respectiva del componente no subyacente.

Si bien a principios de año se había previsto que en algunos meses de 2004 se podrían presentar perturbaciones de oferta susceptibles de ubicar temporalmente a la inflación anual por arriba de 4 por ciento, la magnitud y duración de los choques observados han sido mayores a las previstas. Lo anterior propició un incremento importante en las expectativas de inflación para horizontes de corto plazo, como por ejemplo la inflación anual esperada para el cierre de 2004 (Gráfica 14).

Los aumentos observados en algunos precios relativos durante el primer trimestre del año deberían tener solamente un efecto temporal sobre la inflación. En este sentido, cabe destacar que, ante dichas perturbaciones, las expectativas de inflación para el mediano (siguientes doce meses y cierre de 2005) y el largo plazos (promedio 2005-2008) presentaron incrementos moderados (Gráfica 14).

Si bien los indicadores de las expectativas de inflación no anticipan que los choques de oferta observados tengan un efecto significativo sobre la inflación en el mediano y largo plazos, el deterioro de las expectativas para 2004 podría complicar la convergencia de la inflación hacia su meta de 3 por ciento. Ello en la medida en que llegara a afectarse la determinación de otros precios en la economía (efectos de

segundo orden), especialmente las negociaciones salariales. Al respecto, es importante mencionar que en el primer trimestre del año se observaron incrementos en los salarios contractuales mayores a los convenidos en el último trimestre de 2003 (ver Sección II.3.5.2). A su vez, ello es particularmente relevante si se toma en cuenta que en los primeros meses del año se lleva a cabo una parte importante de las revisiones salariales.

En el contexto anterior, y para evitar que las perturbaciones de oferta contaminaran el proceso de determinación de precios de la economía, en el periodo de análisis la Junta de Gobierno del Banco de México decidió restringir la postura de política monetaria incrementando el “corto” en dos ocasiones: el 20 de febrero lo aumentó de 25 a 29 millones de pesos diarios y el 12 de marzo lo hizo de 29 a 33 millones de pesos. El objetivo de estas acciones fue inducir condiciones monetarias más congruentes con el restablecimiento de la trayectoria de inflación hacia la meta de 3 por ciento. En consecuencia, las tasas de interés de corto plazo presentaron incrementos importantes (Gráfica 15). No obstante, en el caso de las tasas de interés para plazos mayores, los incrementos no fueron tan pronunciados. Este aplanamiento en la curva de rendimientos también refleja, entre otros factores, el efecto que sobre las tasas de interés ha tenido el incremento de las expectativas de inflación de corto plazo, mientras que las de horizontes mayores se encuentran mejor ancladas.

Con respecto al tipo de cambio, en términos generales, su comportamiento fue relativamente estable durante el trimestre. Cabe destacar que durante algunas semanas se experimentaron episodios en los que aumentó la volatilidad de la paridad, pero aquélla fue, en general, menor a la de la cotización dólar/euro (Gráfica 16). Finalmente, es importante destacar que si bien el tipo de cambio ha registrado una depreciación gradual desde 2002, su traspaso hacia la inflación ha sido moderado.

II.5. Agregados Monetarios y Crediticios

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

Durante el primer trimestre del 2004, la base monetaria creció en promedio a una tasa anual de 13.2 por ciento, incremento menor al observado en el trimestre previo (14.5 por ciento de variación anual en octubre – diciembre 2003).¹¹ Cabe señalar que si bien su velocidad de circulación continúa disminuyendo, lo hace a un ritmo cada vez

menor. Como se ha detallado en informes previos, este proceso es consecuencia, principalmente, de la baja sustancial en las tasas de interés en los últimos años (Gráfica 17).

De acuerdo a su comportamiento estacional, durante los tres primeros meses del año la base monetaria tuvo una disminución de 36.2 miles de millones de pesos. Por su parte, los activos internacionales se incrementaron en 2.6 miles de millones de dólares, alcanzando un saldo de 61.7 miles de millones al 31 de marzo. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó 64.9 miles de millones de pesos en el primer trimestre del año.

Las principales fuentes de divisas de la reserva internacional durante el primer trimestre fueron PEMEX (3,268 millones de dólares) y el Gobierno Federal (879 millones de dólares). En cuanto a sus usos, destaca la venta de dólares a través del mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales (1,938 millones de dólares). Al respecto, cabe señalar que el 12 de marzo la Comisión de Cambios anunció adecuaciones a dicho mecanismo.¹² Si bien el procedimiento de subastas diarias ha cumplido con éxito su objetivo, el monto de venta de dólares entre un periodo trimestral y otro presentaba variaciones importantes, lo que en ocasiones generaba cierta incertidumbre entre los participantes en el mercado de cambios.¹³ Por tal motivo, la Comisión de Cambios consideró conveniente adecuar el mecanismo a fin de que los montos diarios a vender sean más estables a lo largo del año, modificando la distribución de las ventas en el tiempo, pero no el monto total de dólares a subastar.¹⁴ Así, el monto a vender seguirá siendo el 50 por ciento del flujo de acumulación de reservas netas del periodo trimestral previo, una vez descontadas las ventas realizadas en dicho lapso. Sin embargo, dicho monto será vendido por partes iguales durante los cuatro trimestres subsecuentes.¹⁵

II.5.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

En cuanto a los instrumentos de captación líquida en moneda nacional se aprecian dos fenómenos. Por un lado, una tasa de crecimiento elevada, que muestra que el proceso de remonetización se ha presentado tanto en la base monetaria como en otros instrumentos líquidos (Gráfica 18).¹⁶ Por otro lado, destaca el incremento en el número de contratos en este tipo de instrumentos, el cual pasó de 31.7 millones en diciembre de 2002 a 36.4 millones al cierre de 2003. A pesar de lo anterior, al parecer la población mantiene un bajo uso de medios de pago distintos al efectivo, ya que las

tarjetas de débito se utilizan, principalmente, para el retiro de efectivo en cajeros automáticos. Así, del total del monto de operaciones que se hacen con tarjetas bancarias (tarjetas de crédito y débito), el 88 por ciento corresponden a los referidos retiros.

Por lo que respecta a los agregados monetarios amplios, éstos se han expandido con mayor vigor desde el segundo trimestre del 2003. Este repunte se ha presentado principalmente en el ahorro financiero voluntario de los hogares, el cual tiene ciclos de mayor amplitud que M2 y guarda una estrecha relación con la actividad productiva (Gráfica 19).¹⁷

Durante el primer bimestre del año continuó el dinamismo del crédito otorgado a los hogares, que se presentó en 2003. A esto han contribuido las reducciones en las tasas de interés y la aparición de una gama de productos especializados, muchos de ellos con esquemas de tasas fijas, que se han podido desarrollar gracias al menor riesgo inflacionario percibido por los demandantes y oferentes de crédito (Cuadro 11). El crédito directo vigente de la banca comercial al consumo y a la vivienda tuvo variaciones reales anuales en febrero de 2004 de 45.9 y 9 por ciento, respectivamente. Este comportamiento contrasta con la debilidad del crédito directo bancario a las empresas, el cual tuvo una variación real anual de -4.4 por ciento en febrero. Así, a pesar de que la actividad económica comenzó a repuntar desde el cuarto trimestre del 2003, ello aún no se ve reflejado en un mayor crédito bancario a empresas (Gráfica 20a).

Una fuente de recursos para las empresas que volvió a tomar vigor durante el primer trimestre del año, fue la colocación neta de títulos de deuda en el mercado interno, la cual aumentó 15 mil millones de pesos en dicho periodo. A su vez, las empresas y organismos públicos, así como los estados y municipios, también han estado muy activos en el mercado de deuda interna, emitiendo valores por 33 mil millones de pesos durante el primer trimestre (Gráfica 20b). Gran parte de las nuevas emisiones se han realizado a través de certificados bursátiles, que se caracterizan por su flexibilidad y bajos costos de emisión (ver Recuadro 1).

III. Perspectivas del Sector Privado para 2004 ¹⁸

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

En los pronósticos de los analistas económicos del sector privado elaborados durante el primer trimestre de 2004

sobresalieron los siguientes aspectos: i) el crecimiento esperado del PIB para el presente año se mantuvo prácticamente sin cambio al resultar de 3.23 por ciento en marzo, predicción semejante a la de 3.22 por ciento de la encuesta de diciembre pasado (Cuadro 12); ii) el incremento estimado para 2004 para el consumo privado no sufrió modificación, al ubicarse tanto en marzo de este año como en diciembre pasado en 3.4 por ciento, mientras que el correspondiente a la inversión privada se revisó a la baja de 5 a 4 por ciento; iii) para 2005 se anticipa que se acrecentará el ritmo de crecimiento económico a 3.7 por ciento; iv) en 2004 se prevé que se generarán 314 mil empleos formales y que en 2005 la cifra correspondiente resultará de 427 mil puestos de trabajo; v) la estimación relativa al crecimiento del PIB de los Estados Unidos en 2004 se revisó al alza; vi) se mantuvo la expectativa de que las tasas de interés en el país permanecerán bajas durante los próximos meses; vii) el nivel esperado para el tipo de cambio del peso mexicano al cierre de 2004 no sufrió modificación; y viii) saldos deficitarios en 2004 y 2005 de las balanzas comercial y de la cuenta corriente menores a los previstos en diciembre de 2003.

Otros aspectos que sobresalen en las previsiones de los analistas económicos del sector privado son los siguientes: a) un aumento significativo en el primer trimestre del año del Índice de Confianza y de Clima de Negocios de los Analistas Económicos del Sector Privado que elabora el Banco de México, y b) los especialistas continuaron insistiendo en que, para inducir mayores niveles de inversión en el país, se requiere avanzar en materia de cambio estructural.

III.2. Expectativas sobre la Inflación

La expectativa sobre la inflación general en 2004 se revisó al alza durante el primer trimestre. Así, en ese lapso, el pronóstico para el cierre del año resultó de 4.23 por ciento, tasa superior a la prevista en diciembre pasado (3.86 por ciento). El pronóstico sobre la inflación subyacente para finales de año quedó ubicado en 3.55 por ciento en la encuesta de marzo. Por otra parte, las expectativas para los próximos doce meses, 2005, 2006 y el promedio 2005-2008 fueron de 3.82, 3.76, 3.67 y 3.64 por ciento, respectivamente. Es importante destacar que las expectativas para horizontes más largos, si bien aún se ubican en niveles elevados, no se han incrementado significativamente respecto de sus niveles de principios de año. Esto apunta a que los analistas no anticipan en el mediano plazo un deterioro en la inflación general y, por tanto, a que los recientes choques

de oferta en los precios no subyacentes tendrían únicamente un efecto transitorio sobre la inflación anual.

IV. Balance de Riesgos y Conclusiones

La continuidad de la mejoría observada en el entorno externo de la economía mexicana se ha traducido en un incremento en las exportaciones no petroleras. Por su parte, el consumo ha mantenido su vigor, al tiempo que la inversión ha comenzado a mostrar una ligera recuperación. En consecuencia, la generación de empleos se ha venido fortaleciendo. Destaca, asimismo, una mejoría en la composición del empleo, al incrementarse gradualmente el número de asegurados permanentes en el IMSS.

El escenario base que el Banco de México anticipa para el resto de 2004 se finca en los siguientes supuestos:

(a) Se mantiene la previsión de un crecimiento anual promedio del PIB de los Estados Unidos de 4.6 por ciento en 2004. Por lo que toca a su producción industrial, se anticipa una expansión de 4.9 por ciento (Fuente: Blue Chip).

(b) Se prevé que México mantenga acceso al financiamiento externo en condiciones favorables; y,

(c) Se anticipa un precio promedio de la mezcla mexicana de petróleo para 2004 de 23 dólares por barril.

Con base en los supuestos anteriores y en la información disponible más reciente sobre la evolución de la economía mexicana, el ejercicio de pronóstico arroja el siguiente escenario:

Crecimiento Económico: Se mantiene una estimación del crecimiento real del PIB para 2004 de entre 3.0 y 3.5 por ciento, si bien es probable que éste se encuentre en la parte superior de dicho intervalo.

Empleo: Se estima, para el año en su conjunto, una generación de empleos en el sector formal cercana a las 400 mil plazas.

Cuenta Corriente: Se prevé un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos inferior a 2 por ciento del PIB.

Inflación: El principal reto que enfrenta actualmente el combate a la inflación radica en la magnitud y persistencia de los ajustes en precios relativos que se han venido registrando en el componente no subyacente del INPC.

A principios de año, el Banco de México advirtió que durante 2004 se podrían presentar perturbaciones de oferta cuyo resultado sería ubicar por algunos meses a la inflación anual por arriba de 4 por ciento. De hecho, la magnitud y duración de los choques han sido mayores que lo previsto, por lo que la convergencia de la inflación general hacia su objetivo se perfila más lenta y gradual.

En particular, para tratar de determinar con mayor precisión el impacto de dichas perturbaciones sobre las perspectivas de inflación en los siguientes meses, es necesario analizar las características de los diferentes bienes y servicios cuyos precios se vieron afectados. A este respecto, el alza en los precios de los productos pecuarios tendería a revertirse en la medida en que su oferta se regularice, lo cual implicaría que, en el futuro, se podrían presentar incluso disminuciones en esos precios, lo que contribuiría a una reducción de la inflación. Por otro lado, en general, los incrementos en los precios administrados y concertados que no tienen referencias internacionales tienden a ser de carácter permanente, lo cual implica que su impacto en la inflación anual se mantiene durante doce meses.

Por tanto, con base en las consideraciones anteriores:

(a) Se anticipa que, en el margen, en los siguientes meses la inflación anual subyacente contribuya a la reducción de la inflación general.

(b) Es previsible que la inflación subyacente de mercancías empiece a moderar la tendencia alcista que ha registrado desde el último trimestre de 2002. No obstante, para ello es necesario que se generalice una menor inflación en los precios internacionales de las materias primas agropecuarias.

(c) Se estima que la tendencia de la inflación subyacente de servicios distintos a la vivienda continuará contribuyendo al proceso de reducción permanente de la inflación. Es importante mencionar que éste es posiblemente el subíndice que mejor captura las condiciones inflacionarias internas. Por supuesto, este proceso se consolidaría en la medida en que se moderen las negociaciones salariales que, como se ha señalado, no parecen corresponder a las condiciones de holgura que prevalecen en el mercado laboral.

(d) Al evaluar las perspectivas del subíndice de la vivienda, conviene separar dos efectos que están operando simultáneamente. Por un lado, recientemente se han presentado

ciertas presiones al alza ante los incrementos observados en los costos de la construcción residencial, propiciadas por mayores precios de los productos metálicos, alambre, varilla, cemento y concreto premezclado. Por otro, es previsible que este subíndice continúe mostrando la tendencia de los últimos años de moderación de las rentas, en respuesta a la mayor oferta de casas-habitación (con un acceso creciente al financiamiento). Esta última tendencia ejemplifica fielmente cómo los cambios estructurales de la economía pueden tener efectos muy benéficos sobre la inflación. En este caso, el efecto positivo del cambio estructural se deriva de la combinación de las diferentes reformas financieras implementadas, las cuales han dado mayor certidumbre y competitividad al sector, aunadas a la percepción que la economía opera en un equilibrio inflacionario bajo y estable.

(e) Por lo que toca a la inflación no subyacente, la volatilidad de la inflación de los diferentes subíndices que la componen, así como lo imprevisible de las perturbaciones que la afectan, hacen muy difícil una evaluación de sus perspectivas en los siguientes meses. Sin embargo, deben resaltarse, entre otros, dos factores que podrían contraponerse. Por un lado, han comenzado a revertirse los efectos de los choques a los precios de los productos pecuarios. Esto se debe a que, como ya se mencionó, se ha liberado la importación de diversos productos cárnicos de los Estados Unidos. Por otro lado, en virtud de la recuperación económica mundial podrían prolongarse las presiones sobre las cotizaciones internacionales de los energéticos y, por tanto, sobre los precios internos de aquéllos bienes que utilizan dichas cotizaciones como referencia. Con todo, se anticipa que la inflación no subyacente anual vaya cediendo gradualmente en los siguientes meses.

Cuando la inflación está sujeta al tipo de perturbaciones como las registradas en los primeros meses del año, se torna necesario hacer una evaluación más detallada de sus principales componentes. En este sentido, la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable por un periodo prolongado. Este comportamiento se deriva del contrapeso entre dos tendencias antagónicas: por un lado, recientemente el componente de alimentos de la inflación subyacente de mercancías ha registrado presiones que reflejan la inflación internacional de diversas materias primas alimenticias; por otro, la inflación subyacente de servicios continúa mostrando una tendencia de reducción. El efecto combinado de estas tendencias ha sido la mencionada estabilidad de la inflación subyacente total.

En este contexto, conviene resaltar dos puntos. Primero, en el caso en que la inflación en los precios internacionales de las materias primas comenzara a ceder de manera generalizada, sería probable que la tendencia de reducción de la inflación subyacente de servicios empezara a dominar el comportamiento de la subyacente total. Segundo, al estarse comportando de manera relativamente estable, la variabilidad mensual de la inflación subyacente total está reflejando en gran medida la estacionalidad de la misma.

Por otra parte, como se ha mencionado reiteradamente a lo largo de este Informe, varios componentes del subíndice de precios no subyacente han registrado fuertes ajustes, que se reflejan tanto en un alza en dicha inflación, como en una elevada volatilidad de la misma.

En consecuencia, al evaluar el efecto conjunto de ambos subíndices de precios sobre el INPC, que no es sino un promedio ponderado de los dos, se deduce que el nivel y la variabilidad de la inflación general están reflejando, en el margen, los choques de oferta a su componente no subyacente.

En este contexto, cuando la economía está sujeta a perturbaciones de oferta, como las registradas en 2002 cuando las tarifas eléctricas tuvieron un marcado incremento, el uso de la inflación subyacente cobra mayor relevancia como guía de las presiones inflacionarias de mediano plazo. El propósito de contar con una medición de inflación subyacente es tener un indicador que excluya las variaciones extremas de precios relativos, las cuales deberían traducirse únicamente en perturbaciones temporales en la tasa de inflación, esto es, no deberían alterar la tendencia de mediano plazo de esta última. Así, la inflación subyacente es de utilidad para analizar la tendencia más representativa de la inflación general en relación a su objetivo.

Adicionalmente, es importante recordar que si bien la inflación subyacente no constituye en sí misma un objetivo de política monetaria, es una valiosa herramienta de análisis y de comunicación con el público ya que, como se mencionó, constituye una mejor referencia sobre las presiones inflacionarias de mediano plazo al no incluir aquellos elementos del índice general que por su alta volatilidad no son representativos de los cambios duraderos en la tendencia de la inflación general.

En este sentido, destaca que la inflación subyacente fue 3.52 por ciento al cierre del trimestre y que mostró una ligera tendencia a la baja en dicho lapso. No obstante, debe reiterarse que la convergencia de la inflación subyacente

hacia la meta de 3 por ciento establecida para la inflación general está procediendo de forma relativamente lenta.

Antes de proceder a evaluar algunos de los riesgos más importantes a los que se considera está sujeto el escenario macroeconómico descrito, conviene hacer algunos comentarios sobre el mismo. Al respecto, es importante resaltar que dicho escenario refleja en gran medida el que la economía de nuestro principal socio comercial se está introduciendo con mayor vigor a la fase de recuperación de su ciclo económico, lo que resulta en una mayor demanda por nuestras exportaciones.

No obstante, el escenario no avizora la reactivación de las fuentes internas de crecimiento que pudieran traducirse en una recuperación vigorosa de la inversión. De hecho, las estimaciones de crecimiento y de generación de empleos distan de ser las necesarias para combatir con eficacia la pobreza y otros rezagos sociales.

Por supuesto, para materializar el potencial de crecimiento de la economía, es necesario elevar su capacidad de competir. A su vez, como se ha reiterado en varias ocasiones, para ello es indispensable avanzar en el cambio estructural de la economía.

Con todo, el escenario macroeconómico previsto está sujeto a diversos factores de incertidumbre. En lo que toca a los de origen externo, siguen estando presentes aquéllos que se han discutido en Informes previos y que se desprenden de la posibilidad de que se presente una corrección desordenada de los déficit fiscal y de cuenta corriente de los Estados Unidos. No obstante, en virtud de la evolución reciente de dicha economía, es poco probable que en el corto plazo se materialice un escenario de esta naturaleza.

Por el contrario, ante la consolidación de la recuperación de la economía global y, en particular, la estadounidense, es previsible que las condiciones monetarias externas comiencen a reflejar mayor astringencia a través de incrementos en las tasas de interés internacionales. Esto podría ocasionar una fuerte contracción en la demanda por instrumentos de deuda de mercados emergentes, lo cual encarecería su acceso al financiamiento, tanto externo como interno. Al respecto, cabe recordar que en los últimos años los diferenciales de rendimiento sobre dicha deuda han mostrado una reducción significativa.

En cuanto a los riesgos que podrían surgir en el ámbito inter-destacan los asociados a la convergencia de la inflación con su meta puntual.

(a) El proceso desinflacionario se podría ver obstaculizado por la presencia de nuevas perturbaciones de oferta, o bien, por una mayor contaminación de los choques registrados en los primeros meses del año sobre la determinación de los precios en la economía. Esto último también podría suceder de no atenuarse de forma generalizada el alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas.

(b) En cuanto a los riesgos de mediano y largo plazos, destaca la continua vulnerabilidad del panorama inflacionario ante las posibles revisiones de los precios y tarifas de los bienes y servicios administrados y concertados. En la medida en que éstos se aparten de sus costos de oportunidad y de las condiciones de mercado prevalecientes, se mantendrá un riesgo latente para la consolidación del proceso desinflacionario.

En este sentido, por lo que se refiere a los choques de oferta que afectaron el proceso desinflacionario durante el primer trimestre del año, el Instituto Central vigilará estrechamente la evolución de las presiones inflacionarias que de ellos pudieran surgir y, en su caso, actuará de manera oportuna para propiciar que la inflación converja hacia su objetivo. A su vez, el Banco de México se mantendrá atento para detectar oportunamente las presiones inflacionarias potenciales que pudieran derivarse del mayor vigor de la demanda agregada y, en su caso, también actuaría en consecuencia.

El diagnóstico sobre los principales retos que enfrenta el proceso de reducción permanente de la inflación, en particular por lo que toca a la determinación de los precios y tarifas de los bienes y servicios administrados y concertados, pone de manifiesto la necesidad de avanzar en el cambio estructural que requiere el país. A manera de ejemplo, si avanzaran las reformas energéticas y fiscal, se propiciaría que los precios de la mayoría de estos bienes y servicios reflejaran sus costos de oportunidad y que, en general, su determinación no estuviera sujeta a otro tipo de consideraciones, como la necesidad de recaudar.

Además, dichas reformas, al elevar la rentabilidad de los proyectos, contribuirían a incrementar significativamente la inversión en sectores estratégicos, lo que permitiría estimular la productividad de los factores de la producción, elevando el potencial de crecimiento de la economía y fortaleciendo el esfuerzo de combate a la inflación. Todo ello se traduciría en un mayor margen de maniobra para fortalecer el combate a los rezagos sociales y en mayores y mejores oportunidades de empleos.

En suma, crear consensos para avanzar en las reformas pendientes contribuiría a capitalizar plenamente las reformas realizadas anteriormente, elevaría de manera significativa la competitividad de las empresas y la rentabilidad de los proyectos productivos y coadyuvaría a traducir la actual coyuntura internacional de crecimiento en mayores beneficios para los mexicanos.

Por tanto, como en otras ocasiones, el Banco de México reitera la conveniencia de alcanzar los acuerdos para la instrumentación del cambio estructural y el fortalecimiento institucional que requiere el país.

Notas:

1 Los productos pecuarios que integran el subíndice denominado Res - to de Agropecuarios son: huevo, carne de res, pollo, pescado, cerdo y otras carnes.

2 Los incrementos en la tasa del IEPS sobre el precio de los cigarrillos para los años 2002 a 2005 fueron aprobados en el paquete fiscal de 2002. En particular, en 2004 la tasa de IEPS aumentó de 107 a 110 por ciento en el caso de los cigarros con filtro, y de 80 a 100 por ciento en lo que respecta a los sin filtro. El incremento en el precio ponderado de los dos tipos de cigarros durante el primer trimestre del año fue 6.81 por ciento. Ello explicó 2.64 por ciento de la variación observada en la inflación general acumulada durante este periodo, mientras que su peso en el INPC es de tan sólo 0.60 por ciento.

3 El genérico vivienda propia del INPC se construye considerando tres estratos de ingreso mensual de las familias: hasta tres salarios mínimos, de tres a seis y de más de seis. Para el primer estrato se utiliza al Índice del Costo de la Construcción Residencial como referencia del costo de vivienda.

4 Al 21 de abril el WTI se cotizaba en 36.68 dólares por barril, por encima de su promedio durante el primer trimestre del año. La mezcla mexicana de petróleo registró en esa misma fecha un precio de 28.22 dólares por barril.

5 Al 21 de abril el rendimiento del bono a 10 años era de 4.39 por ciento.

6 En el último trimestre el tipo de cambio efectivo nominal del dólar frente a las principales monedas (euro, yen, libra esterlina, franco suizo, dólar canadiense, dólar australiano y la corona sueca) se apreció 0.5 por ciento. No obstante, del último día de marzo al 22 de abril el dólar presentó una apreciación más pronunciada (4.1 por ciento).

7 Cabe destacar que cuando el índice ISM se encuentra por encima de 50 puntos de forma sostenida, ello apunta a una expansión del sector manufacturero.

8 Cabe señalar con relación a la evolución del PIB y de la oferta y demanda agregadas, que la última información oficial disponible se refiere al cuarto trimestre de 2003. En dicho periodo sobresalieron los crecimientos anuales de las exportaciones y del consumo total, particularmente del consumo privado. En el caso de la formación bruta de capital se reportó un crecimiento muy modesto, que reflejó un descenso anual de la inversión privada, así como un fuerte incremento de la efectuada por el sector público.

9 Los precios relativos se definen como el índice de precios de cada genérico (desestacionalizado) dividido entre el INPC (desestacionalizado).

10 Para ser más precisos, se hace una aproximación de la función de densidad de dichas variaciones.

11 Variaciones calculadas sobre el promedio de saldos diarios.

12 Ver comunicado de prensa del 12 de marzo de 2004 de la Comisión de Cambios. Dicha Comisión, a cuyo cargo está la determinación de la política cambiaria del país, se encuentra formada por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México.

13 Del 2 de mayo al 31 de julio de 2003 el monto diario de dólares a vender fue de 32 millones, descendiendo a 14 millones para el periodo del 1 de agosto al 31 de octubre de 2003, mientras que del 3 de noviembre de 2003 al 30 de enero de 2004 fue de 6 millones. Por último entre el 2 de febrero y el 30 de abril de 2004 el monto diario de dólares a vender es de 45 millones.

14 Ver también Circular Telefax 18/2003 Bis, disponible en la página de Internet del Banco de México.

15 El Banco de México anunció que durante el periodo del 3 de mayo al 30 de julio de 2004 subastará diariamente 22 millones de dólares (ver comunicado de prensa del Banco de México del 20 de abril del 2004). Esta cantidad ya refleja las recientes adecuaciones al mecanismo de venta de dólares referidas en el presente Informe.

16 Cuentas de cheques en moneda nacional y depósitos en cuenta corriente.

17 Incluye billetes y monedas en poder del público, captación, valores públicos y privados en poder de particulares (M2 hogares), menos los recursos del SAR.

18 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 1 Índices de Precios: INPC, Subyacente y No Subyacente
Por ciento

	Variaciones Anuales			Variaciones Trimestrales		
	Mar-2003/ Mar-2002	Dic-2003/ Dic-2002	Mar-2004/ Mar-2003	Mar-2003/ Dic-2002	Dic-2003/ Sep-2003	Mar-2004/ Dic-2003
	INPC	5.64	3.98	4.23	1.32	1.63
Subyacente	3.53	3.66	3.52	1.43	0.87	1.29
Mercancías	2.03	2.62	2.78	1.09	0.90	1.25
Servicios	5.40	4.84	4.35	1.81	0.83	1.34
No Subyacente	10.37	4.66	5.78	1.07	3.34	2.16
Agropecuarios	13.42	3.65	6.46	-0.77	4.39	1.92
Frutas y Verduras	28.90	-2.36	-2.15	-6.55	4.85	-6.34
Resto de Agropecuarios	4.37	8.34	12.50	3.73	4.06	7.72
Educación	10.24	8.59	8.20	1.17	0.03	0.80
Administrados y Concertados	8.22	3.91	4.71	1.93	3.96	2.72
Administrados	15.02	6.11	5.16	3.09	8.09	2.16
Concertados	2.60	1.90	4.29	0.88	0.33	3.24

Cuadro 2 Variación Trimestral del INPC y sus Componentes
Marzo 2004 – Diciembre 2003
Por ciento y puntos porcentuales

	Variación	Incidencia	
		Absoluta	Estructura Porcentual
INPC	1.57	1.566	100.0
Subyacente	1.29	0.882	56.3
Mercancías	1.25	0.447	28.5
Servicios	1.34	0.435	27.8
No Subyacente	2.16	0.684	43.7
Agropecuarios	1.92	0.162	10.3
Frutas y Verduras	-6.34	-0.221	-14.1
Resto de Agropecuarios	7.72	0.382	24.4
Carne de Res	8.12	0.188	12.0
Huevo	13.39	0.090	5.7
Resto^{1/}	5.32	0.105	6.7
Educación	0.80	0.046	2.9
Administrados y Concertados	2.72	0.476	30.4
Administrados	2.16	0.184	11.8
Gas LP	2.94	0.062	3.9
Gasolina	2.51	0.088	5.6
Electricidad	1.18	0.034	2.2
Concertados	3.24	0.292	18.6
Colectivo	10.22	0.176	11.2
Taxi	5.27	0.030	1.9
Impuesto Predial	5.03	0.009	0.5
Derechos por el Suministro de Agua	4.79	0.035	2.3
Autobús Foráneo	2.20	0.011	0.7
Autobús Urbano	2.19	0.029	1.8
Resto^{2/}	0.07	0.003	0.2

1/ Incluye carne de pollo, de pescado, de cerdo y otras carnes.

2/ Incluye servicio telefónico, Metro o transporte eléctrico, aceites lubricantes, tenencia de automóvil, cuotas de autopistas, estacionamiento y cuotas de licencias y otros documentos.

Cuadro 3 **Inflación Mensual Observada y Esperada**
Por ciento

Mes	2003			2004		
	Observada		Esperada ^{1/}	Observada		Esperada ^{1/}
	Subyacente	INPC	INPC	Subyacente	INPC	INPC
Enero	0.47	0.40	0.59	0.40	0.62	0.48
Febrero	0.51	0.28	0.30	0.48	0.60	0.26
Marzo	0.44	0.63	0.33	0.41	0.34	0.35

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.

Cuadro 4 **Pronósticos para el Crecimiento del PIB y de la Producción Industrial de los Estados Unidos durante 2004**

Variación anual en por ciento

	Al Finalizar el Cuarto Trimestre				Información más Reciente			
	2004-1 ^{1/}		2004		2004-1 ^{1/}		2004	
	PIB	P. Ind.	PIB	P. Ind.	PIB	P. Ind.	PIB	P. Ind.
Consensus Forecasts ^{2/}	4.1	5.7	4.4	4.5	4.5	6.4	4.6	5.0
Blue Chip Economic Indicators ^{3/}	4.1	5.1	4.4	4.3	4.3	6.5	4.6	4.9

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

2/ Consensus Forecasts del 8 de diciembre de 2003, 8 de marzo de 2004 y del 5 de abril de 2004. Para la producción industrial, la variación trimestral anualizada se calcula a partir del pronóstico de variación anual que se reporta en dichas publicaciones.

3/ Blue Chip Economic Indicators del 10 de diciembre de 2003 y del 10 de abril de 2004.

Cuadro 5 Pronósticos para el Crecimiento del PIB en las Principales Economías Industrializadas durante 2004

Variación anual en por ciento

	Al Finalizar el Cuarto Trimestre		Información más Reciente	
	2004-I ^{1/}	2004	2004-I ^{1/}	2004
Canadá	3.2	3.0	4.5	2.7
Eurozona	2.0	1.8	1.6	1.6
Japón	4.1	2.1	1.2	3.0
Reino Unido	2.8	2.7	2.8	3.1

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

Fuente: Consensus Forecasts del 8 de diciembre de 2003, 8 de marzo de 2004 y del 5 de abril de 2004.

Cuadro 6 Remuneraciones por Trabajador

Variación anual en por ciento

	Nominal							Real									
	2003						Promedio Ene-Dic	2004	2003						Promedio Ene-Dic 2003	2004	
	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic		Ene	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic		Ene	
Industria																	
Manufacturera ^{1/}	7.7	5.0	6.5	5.4	4.6	4.2	5.8	5.2	3.4	0.9	2.4	1.3	0.6	0.2	1.2	1.0	
Industria																	
Maquiladora	4.7	1.7	3.7	6.4	5.1	5.3	4.5	6.6	0.6	-2.3	-0.3	2.3	1.1	1.3	0.0	2.3	
Sector Comercio	10.1	5.3	6.7	6.7	4.7	1.3	7.3	3.8	5.8	1.2	2.5	2.6	0.7	-2.6	2.7	-0.4	

1/ Se refiere a la Industria Manufacturera No Maquiladora.

Fuente: Cálculos del Banco de México con información del INEGI.

Cuadro 7 **Producto por Trabajador y Costos Unitarios de la Mano de Obra**
Variación anual en por ciento

	Producto por Trabajador							Costo Unitario de la Mano de Obra								
	2003						Promedio Ene-Dic 2003	2004 Ene	2003					Promedio Ene-Dic 2003	2004 Ene	
	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic			Jul	Ago	Sep	Oct	Nov			Dic
Industria Manufacturera^{1/}	0.8	-0.7	2.9	1.8	2.0	6.8	1.8	4.0	2.6	1.7	-0.6	-0.5	-1.3	-6.2	-0.9	-2.9
Industria Maquiladora	-0.5	-3.4	0.9	-0.9	2.3	4.2	-0.1	1.6	1.1	1.1	-1.2	3.2	-1.1	-2.8	0.0	0.7
Sector Comercio	6.3	5.9	6.4	8.1	7.0	7.1	3.8	5.8	-0.5	-4.4	-3.6	-5.1	-5.9	-9.0	-0.8	-5.8

^{1/} Se refiere a la Industria Manufacturera No Maquiladora.

Fuente: Cálculos del Banco de México con información del INEGI.

Cuadro 8 **Salarios Contractuales por Sectores y por Tipo de Empresa**
Variación anual en por ciento ponderada por número de trabajadores

	2003					Promedio Ene-Dic ^{1/}	2004			Promedio Ene-Mar ^{1/}
	I	II	III	IV	Ene		Feb	Mar		
Total	5.1	5.1	4.8	4.2	4.7	4.7	4.5	4.4	4.5	
Manufacturas	5.3	5.5	4.7	4.5	5.0	4.6	4.4	4.6	4.5	
Otros Sectores	4.9	5.0	4.8	4.2	4.6	4.7	4.6	4.2	4.5	
Empresas Públicas	4.3	4.3	4.3	4.0	4.1	3.8	3.5	4.0	3.9	
Empresas Privadas	5.2	5.4	5.2	4.6	5.1	4.9	4.6	4.5	4.6	

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

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

Cuadro 9 **Importaciones de los Estados Unidos**
Por ciento

	Participación				Variaciones Porcentuales Anuales: Primer Bimestre 2004				
	2002	2003	Primer Bimestre		Total	Petróleo	Total sin Petróleo	Automotriz	Total sin Petróleo y sin Automotriz
			2003	2004					
Total	100.00	100.00	100.00	100.00	8.96	15.10	8.44	5.95	8.99
Total s/México	88.41	89.04	88.60	89.06	9.52	19.08	8.77	6.37	9.24
1. Canadá	18.00	17.80	18.51	18.21	7.23	32.57	5.71	5.37	5.85
2. China	10.78	12.10	11.00	12.18	20.63	40.81	20.61	0.00	20.61
3. México	11.59	10.96	11.40	10.94	4.58	-4.33	5.76	4.19	6.48
4. Japón	10.46	9.37	9.73	9.31	4.19	0.00	4.19	-6.17	11.93
5. Alemania	5.38	5.40	5.11	5.32	13.42	0.00	13.42	14.95	12.60
6. Reino Unido	3.51	3.39	3.38	3.24	4.24	0.00	4.24	4.48	4.21
7. Corea	3.06	2.94	2.88	3.09	16.85	0.00	16.85	19.72	15.73
8. Taiwan	2.77	2.51	2.57	2.36	0.01	0.00	0.01	-0.41	0.03
9. Francia	2.43	2.32	2.40	2.17	-1.76	0.00	-1.76	0.00	-1.76
10. Malasia	2.07	2.02	1.85	1.92	13.14	20.67	13.11	0.00	13.11
Suma de 10 países	70.05	68.81	68.83	68.73	8.80	12.44	8.67	3.79	10.14

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

Cuadro 10 **Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto**
Millones

	Saldos		Flujos efectivos acumulados al 31 de marzo de 2004
	Al 31 Dic. 2003	Al 31 Mar. 2004	
(A) Base Monetaria (Pesos)	303,614	267,425	-36,190
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	663,657	689,543	28,771
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	59,059	61,705	2,646
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-360,043	-422,119	-64,960
(D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] ^{3/}	57,435	59,049	1,614
(E) Reserva Bruta (Dólares)	59,028	61,659	2,631
Pemex			3,268
Gobierno Federal			879
Venta de dólares a la banca ^{4/}			-1,938
Otros ^{5/}			421
(F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	1,593	2,610	1,017

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

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

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

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

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

Cuadro 11

Tasas de Interés Activas y Pasivas

Diciembre de cada año en por ciento anual

	2000	2001	2002	2003
Tasas Activas				
Tarjeta de Crédito	44.88	35.64	33.91	32.52
Hipoteca a Tasa Fija ^{1/}	n.d.	18.43	16.56	15.69
Valores Privados de Corto Plazo	18.08	7.73	8.53	6.78
Calificación Superior	18.11	7.45	8.40	6.48
Calificaciones Inferiores	18.04	8.34	9.27	7.63
Cetes a 28 Días	17.05	6.29	6.88	6.06
Tasas Pasivas				
CCP M.N.	15.55	6.49	6.21	4.66
Pagaré Bancario a 28 Días	9.44	3.08	3.14	2.43
Cuentas de Cheques	5.53	2.38	2.10	1.61

1/ Tasa promedio de créditos a plazo de quince años.

n.d. No disponible.

Fuente: Banco de México e Infosel.

Cuadro 12

Expectativas del Sector Privado: Diciembre de 2003 y Marzo de 2004^{1/}

	Dic. 2003	Mar. 2004	Dic. 2003	Mar. 2004
Crecimiento del PIB Real en México			Tipo de Cambio (Pesos por dólar, cierre del año)	
2004	3.22%	3.23%	2004 Encuesta Banxico	11.47
2005	3.73%	3.70%	Futuros ^{2/}	11.83
			2005 Encuesta Banxico	n.d.
Déficit Comercial (Millones de dólares)			Mezcla Mexicana de Petróleo (Dólares por barril en promedio)	
2004	8,777	8,018	2004 Encuesta Banxico	20.49
			Incrementos Salariales	
Déficit de la Cuenta Corriente (Millones de dólares)			Para Febrero 2004	4.51%
2004	14,416	12,897	Para Marzo 2004	n.d.
			Clima de Negocios	
Inversión Extranjera Directa (Millones de dólares)			Mejorará	71%
2004	13,094	13,626	Permanecerá igual	19%
2005	n.d.	13,725	Empeorará	10%
			Crecimiento del PIB Real y de la Producción Industrial en los EUA Durante 2004 y 2005	
Crecimiento del PIB en 2004			Crecimiento del PIB en 2005	
Encuesta Banxico	3.93%	4.46%	Encuesta Banxico	n.d.
Consensus Forecasts ^{3/}	4.4%	4.6%	Consensus Forecasts ^{3/}	n.d.
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	4.4%	4.7%	Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	n.d.
Producción Industrial en 2004			Producción Industrial en 2005	
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	4.3%	4.9%	Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	n.d.

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 31 de diciembre de 2003 y al 2 de abril de 2004.

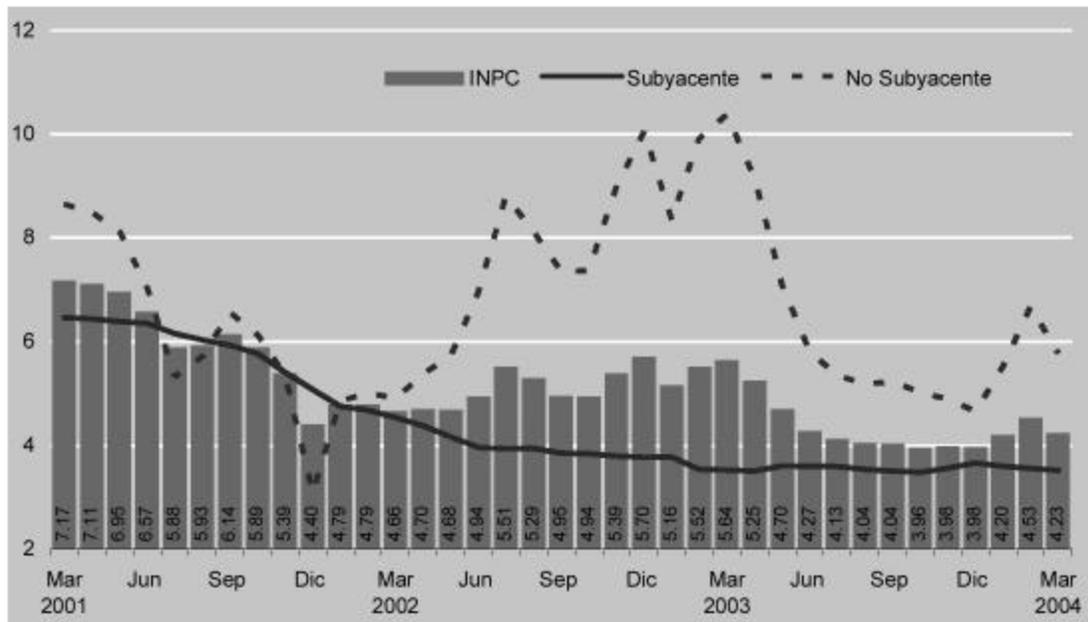
3/ Consensus Forecasts del 8 de diciembre de 2003 y del 8 de marzo de 2004.

4/ Blue Chip Economic Indicators del 10 de diciembre de 2003 y del 10 de marzo de 2004.

*/ Información correspondiente a la encuesta de febrero de 2004.

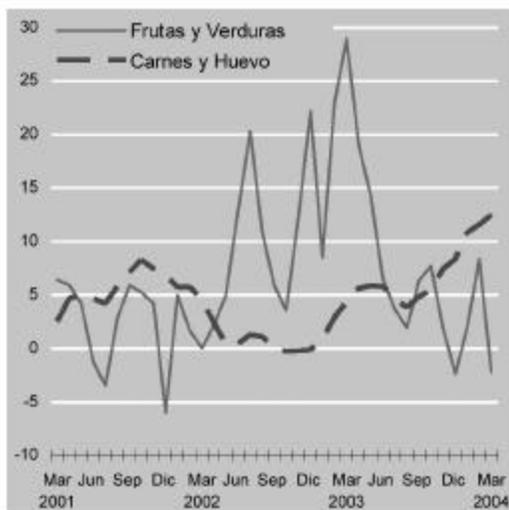
n.d. No disponible.

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

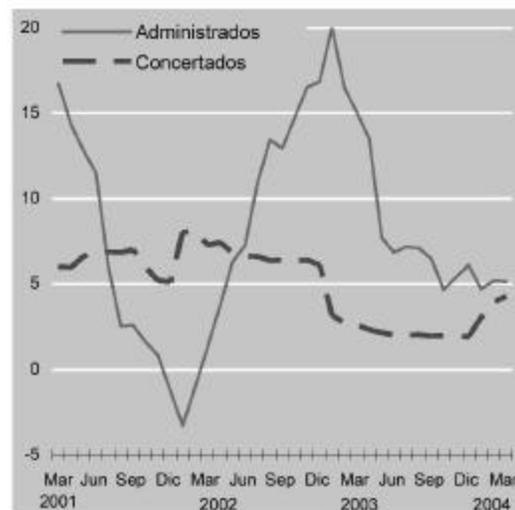


Gráfica 2 Índice no Subyacente de Productos Agropecuarios y de Bienes y Servicios Administrados y Concertados
Variación anual en por ciento

a) Productos Agropecuarios

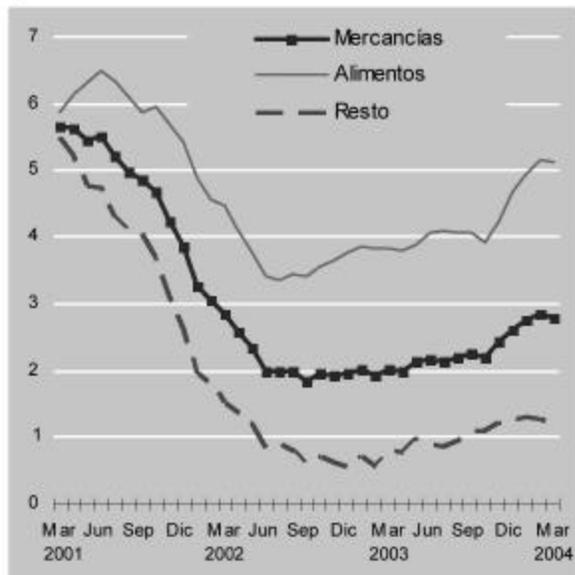


b) Bienes y Servicios Administrados y Concertados

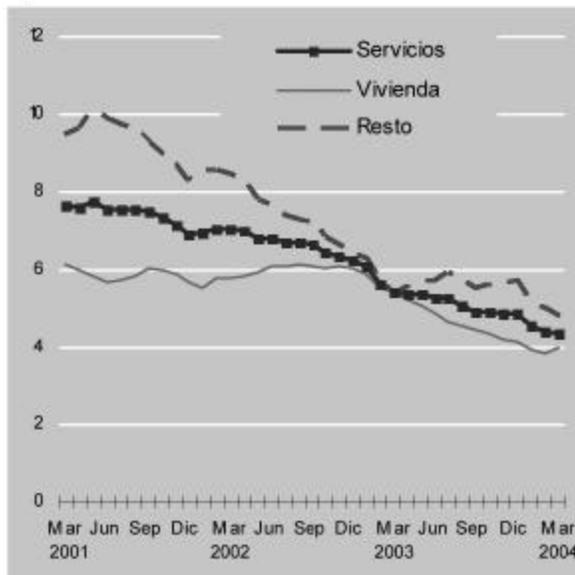


Gráfica 3 Índice Subyacente de las Mercancías y de los Servicios
Variación anual en por ciento

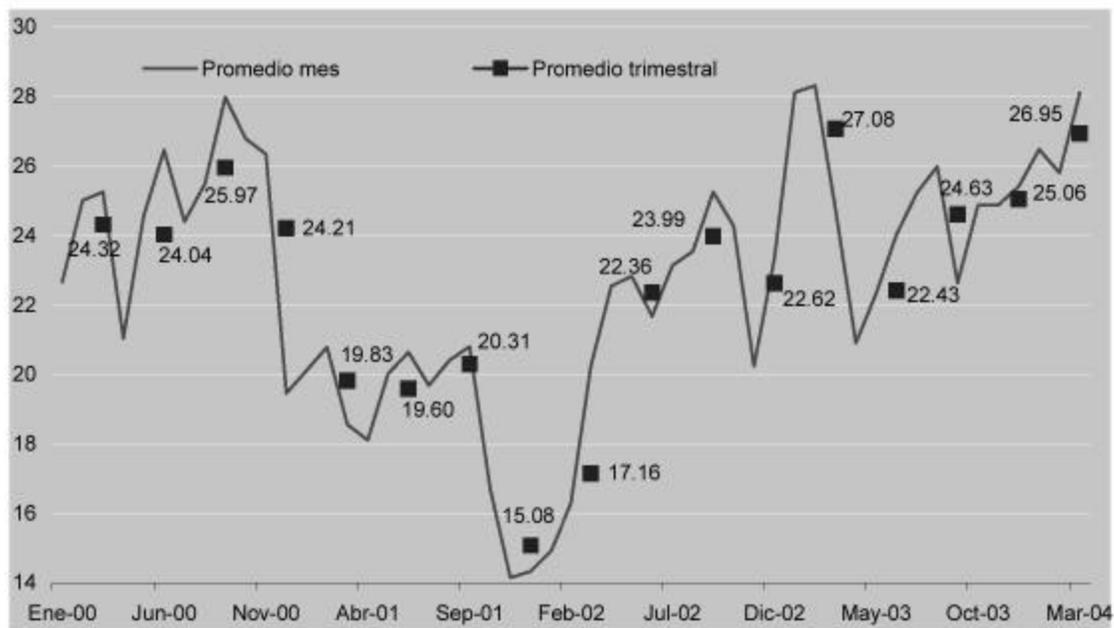
a) Mercancías



b) Servicios

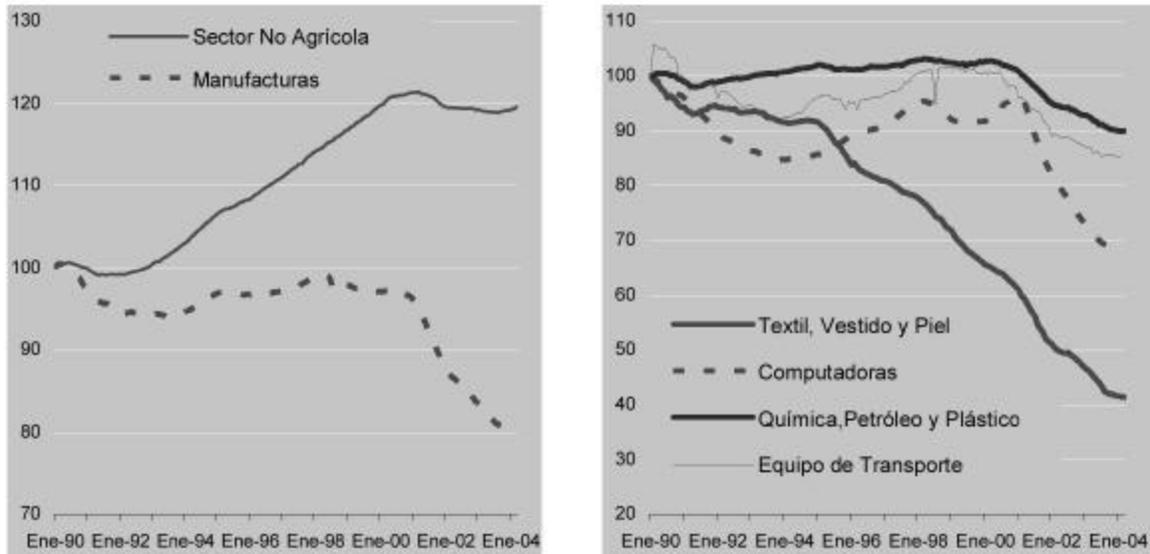


Gráfica 4 Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo de Exportación
Dólares por barril



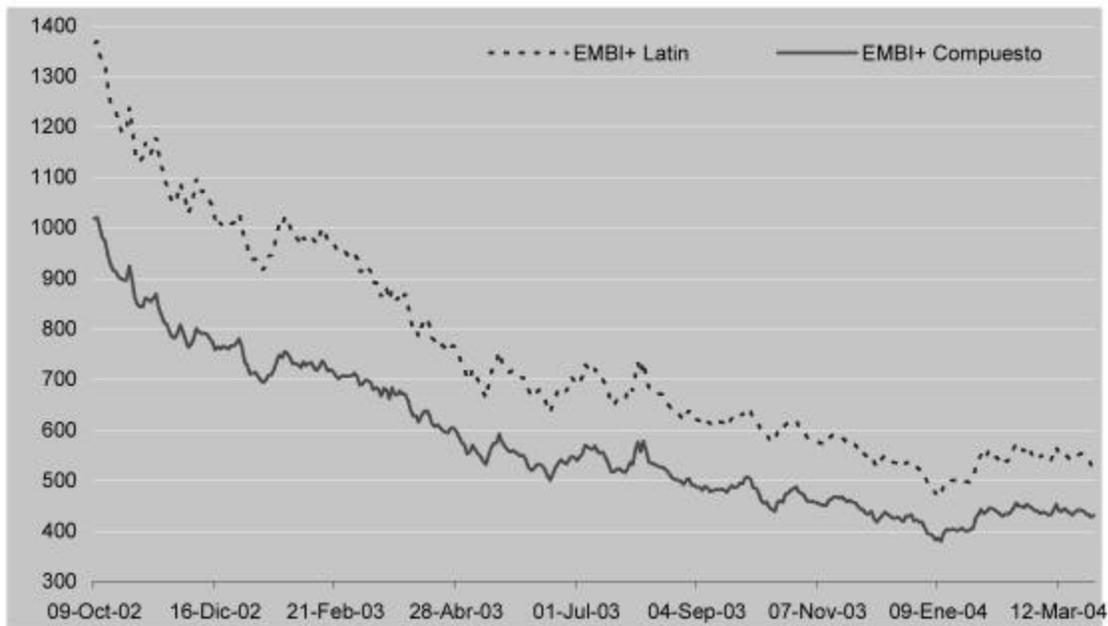
Fuente: PMI.

Gráfica 5 Estados Unidos: Empleos en Nómina en el Sector No Agrícola
Índice, enero de 1990 = 100



Fuente: U.S. Department of Labor, BLS.

Gráfica 6 Márgenes Soberanos de Deuda de Países Emergentes y de América Latina
Puntos base

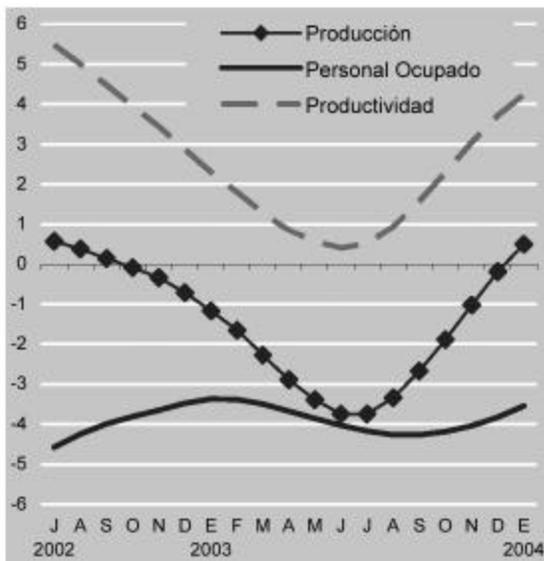


Fuente: J.P. Morgan

Gráfica 7 Industria Manufacturera no Maquiladora

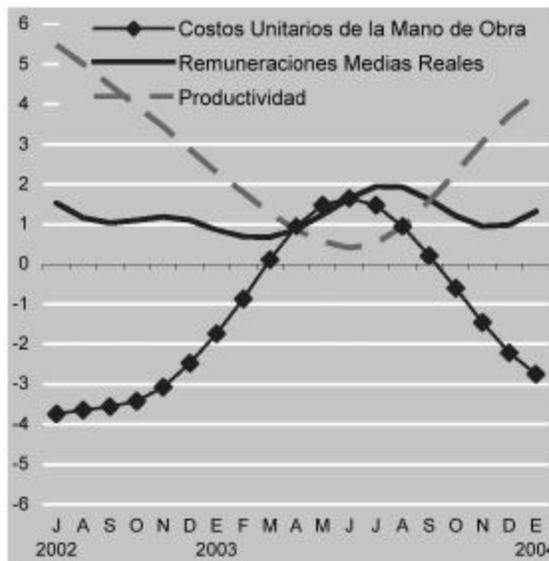
a) Producción, Personal Ocupado y Productividad

Tendencia. Variación anual en por ciento



b) Costos Unitarios de la Mano de Obra, Remuneraciones Medias Reales y Productividad

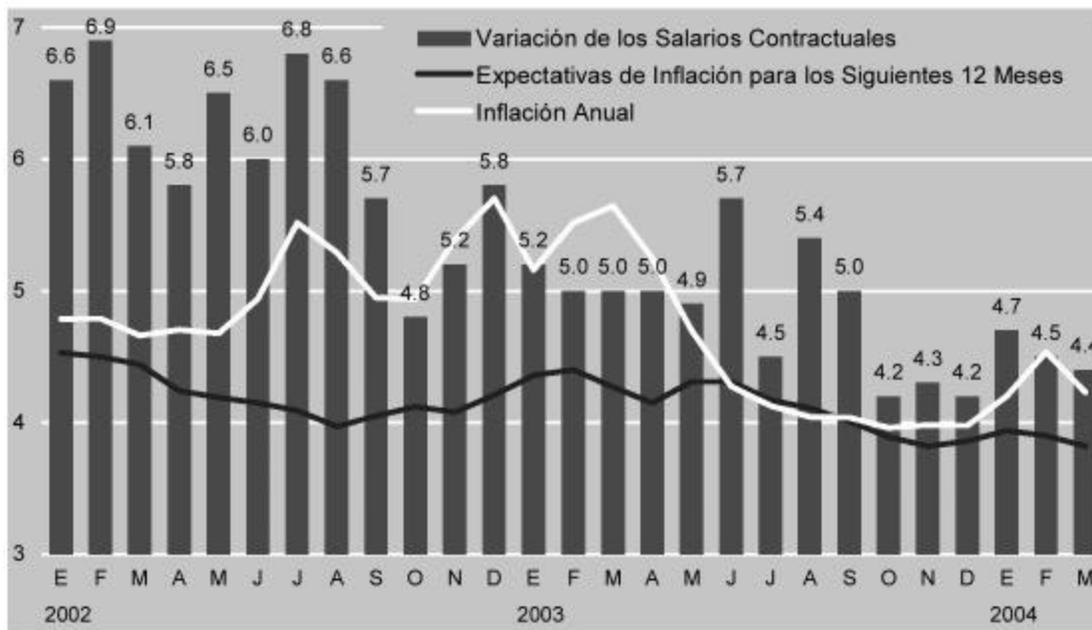
Tendencia. Variación anual en por ciento



Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del INEGI.

Gráfica 8 Salarios Contractuales e Inflación

Por ciento

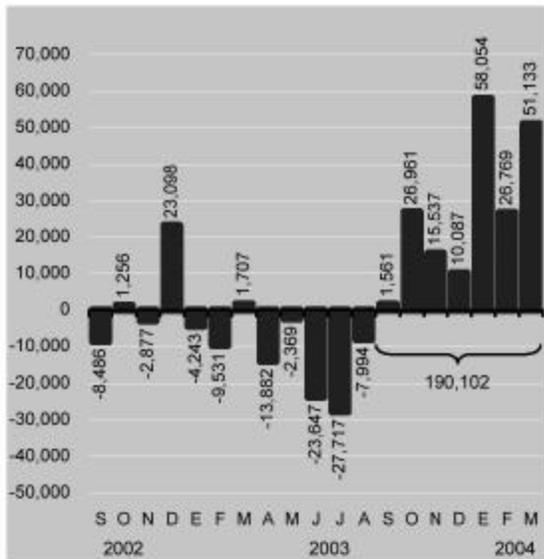


Fuente: Banco de México y Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

Gráfica 9 Trabajadores Asegurados: Permanentes y Eventuales Urbanos y Tasa de Desempleo Abierto

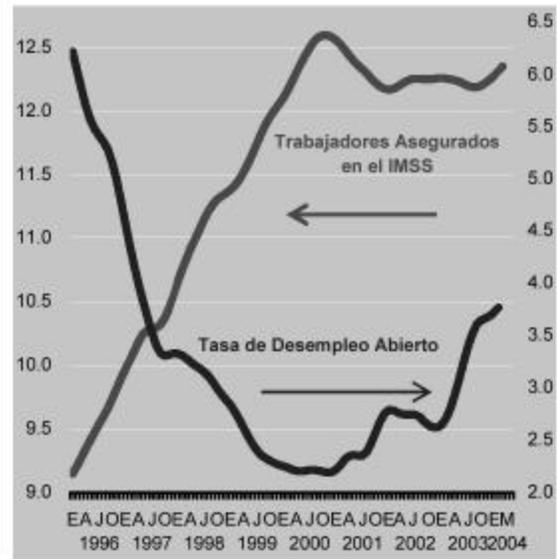
Variación anual en número de trabajadores

a) Número de Trabajadores Asegurados en el IMSS
Datos desestacionalizados; variación mensual



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

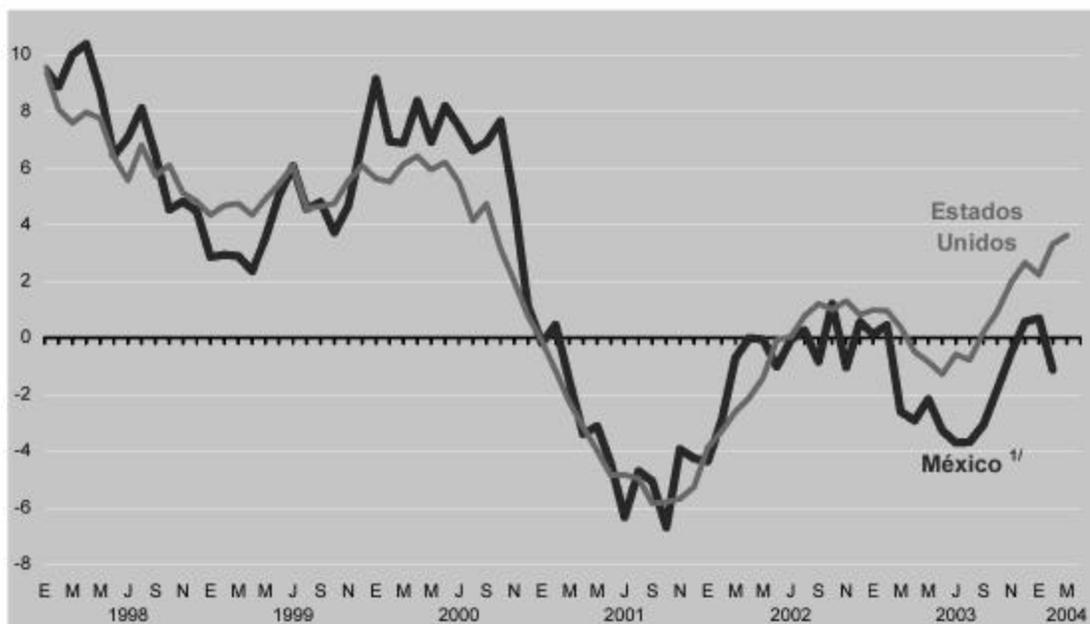
b) Trabajadores Asegurados y Tasa de Desempleo Abierto
Series de Tendencia



Fuente: INEGI e IMSS y series de tendencia elaboradas por Banco de México.

Gráfica 10 Producción Manufacturera: México y Estados Unidos

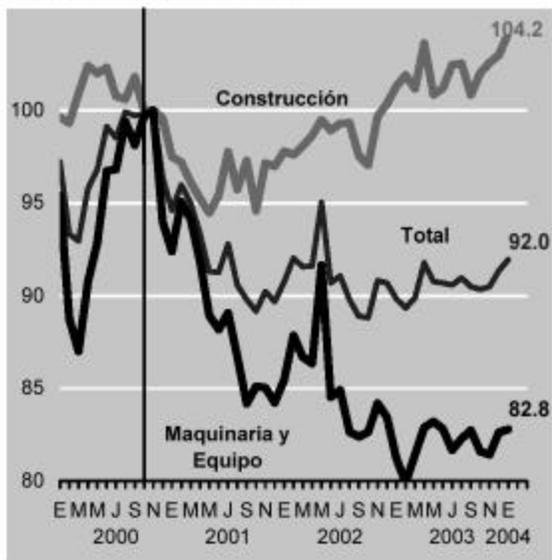
Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados



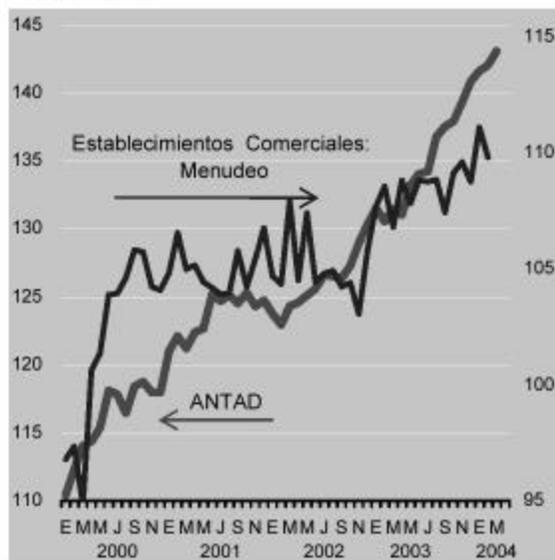
1/ Las cifras de México para marzo, abril y mayo de 2003 son promedios móviles de dos meses.

Gráfica 11 **Indicadores de Inversión y de Gasto de Consumo**
 Datos desestacionalizados

a) Inversión Fija Bruta
 Noviembre de 2000=100



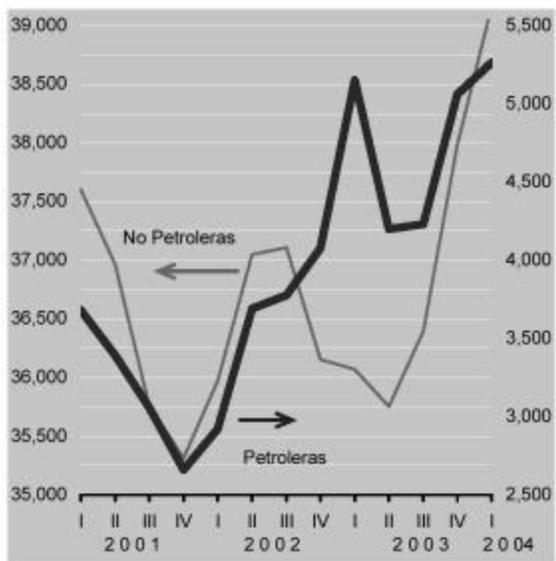
b) Ventas en Establecimientos Comerciales
 1994=100



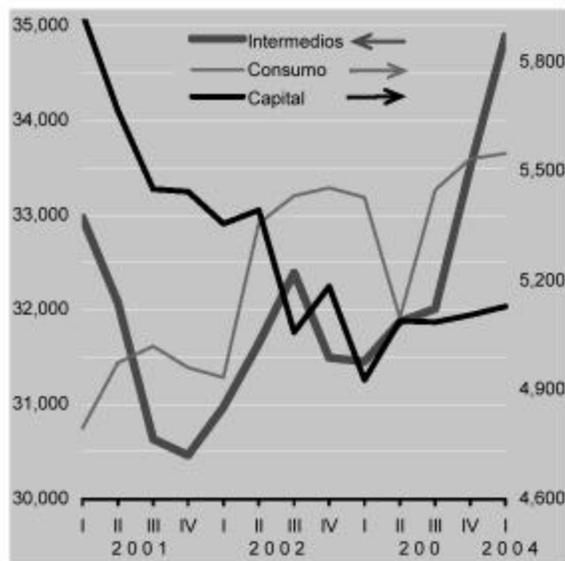
Fuente: INEGI y ANTAD. Desestacionalización efectuada por Banco de México.

Gráfica 12 **Comercio Exterior**
 Series desestacionalizadas, millones de dólares

a) Exportaciones



b) Importaciones

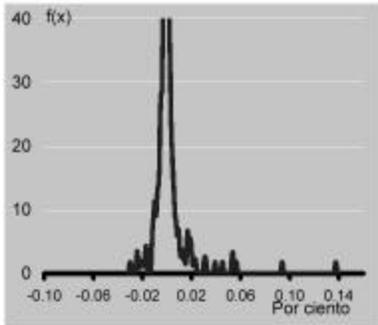


Fuente: Banco de México.

Gráfica 13 **Distribución de Variaciones Trimestrales en Precios Relativos**

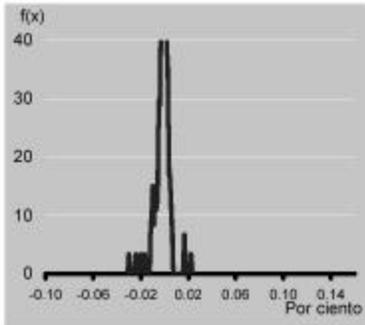
a) Índice General de Precios

Variaciones ponderadas por su incidencia



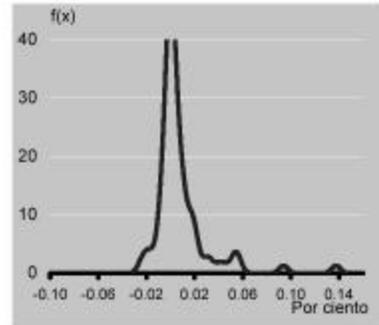
b) Subíndice de Precios Subyacente

Variaciones ponderadas por su incidencia



c) Subíndice de Precios No Subyacente

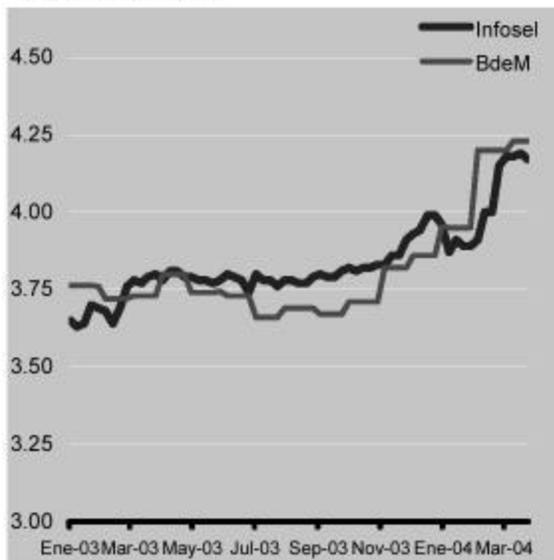
Variaciones ponderadas por su incidencia



Gráfica 14 Expectativas de Inflación

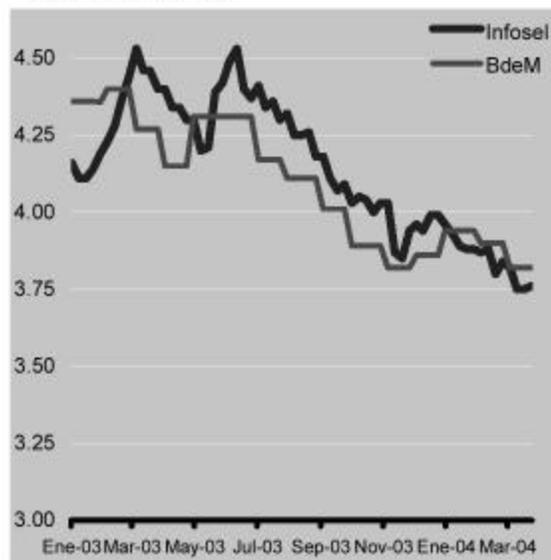
a) Expectativas de Inflación para 2004

Por ciento anual



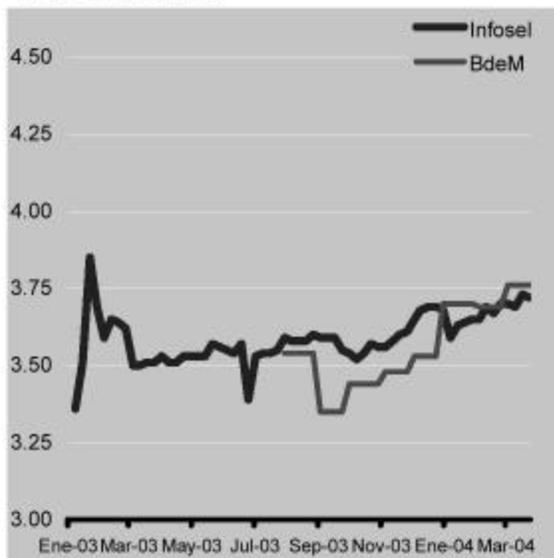
b) Expectativas de Inflación para los próximos 12 meses

Por ciento anual



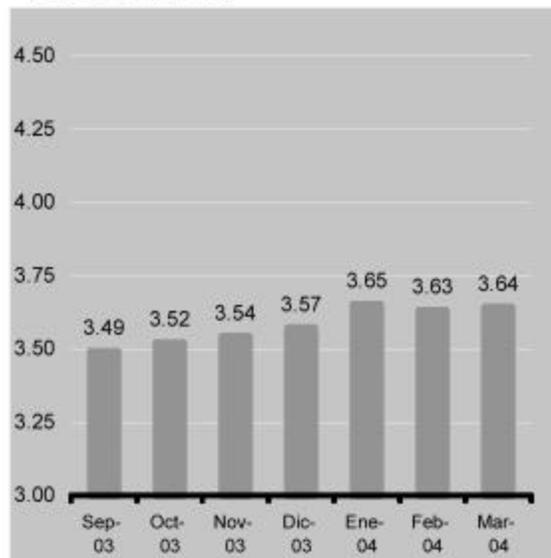
c) Expectativas de Inflación para 2005

Por ciento anual



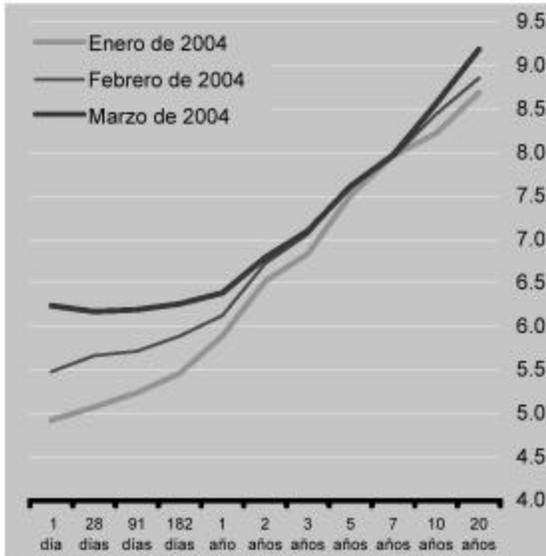
d) Promedio entre 2005-2008: Encuesta Banco de México

Por ciento anual

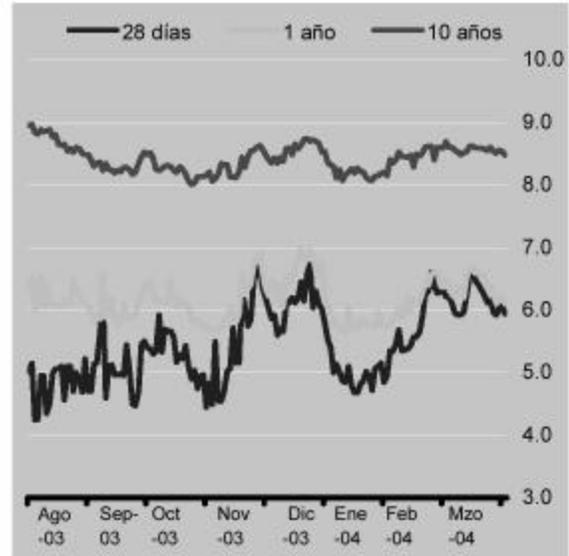


Gráfica 15 Tasas de Interés de Valores Gubernamentales

a) Curva de Rendimiento Por ciento

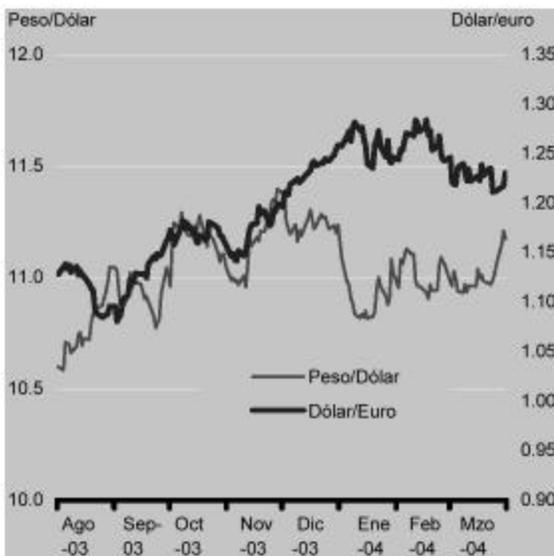


b) Mercado Secundario Por ciento

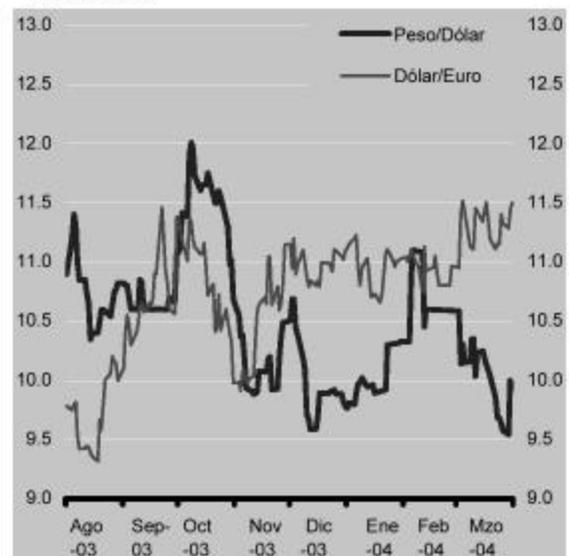


Gráfica 16 Tipos de Cambio y su Volatilidad

a) Tipos de Cambio del Peso frente al Dólar y del Dólar frente al Euro

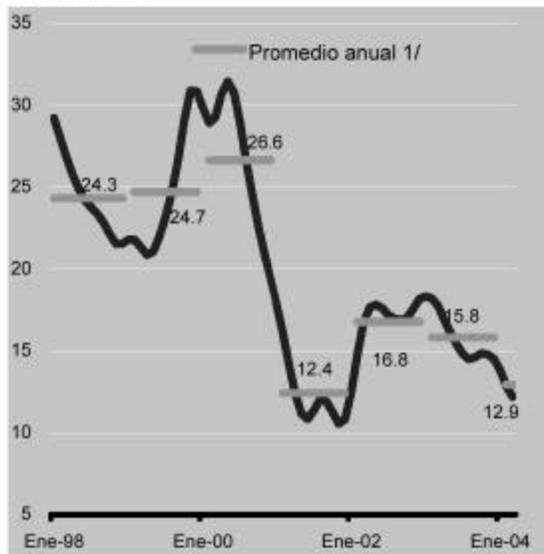


b) Volatilidad Implícita en las Opciones del Tipo de Cambio a 3 Meses Por ciento



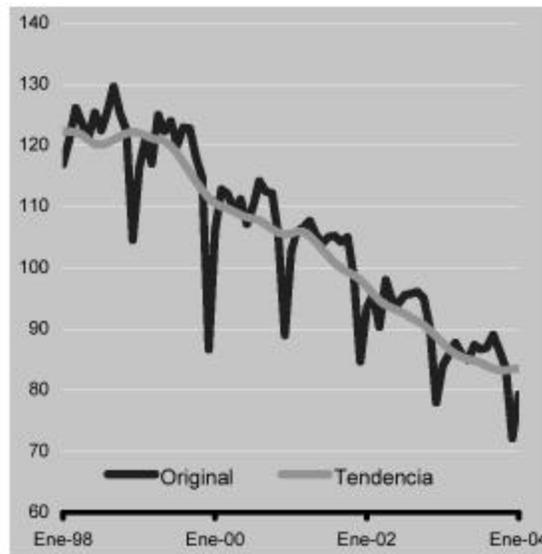
Gráfica 17 Base Monetaria

a) Variación Anual de la Serie de Tendencia de la Base Monetaria Por ciento



1/ En 2004 se registra el promedio del trimestre enero – marzo.

b) Velocidad de Circulación de la Base Monetaria ^{2/} Niveles (1994=100)

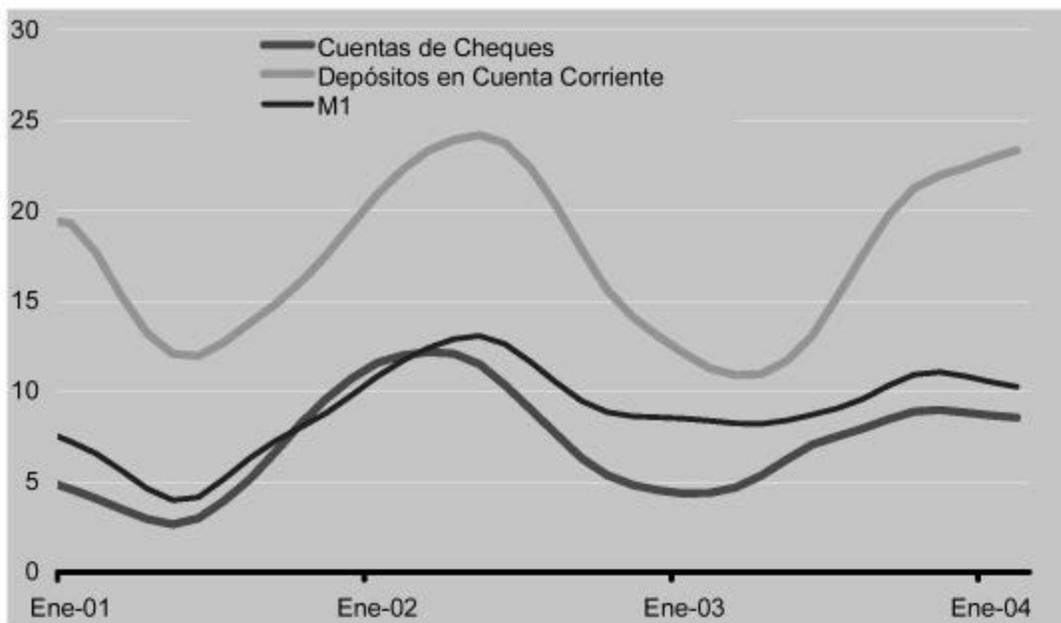


2/ Calculada como el cociente entre el IGAE y la base monetaria.

Gráfica 18

Agregado Monetario M1 en Moneda Nacional

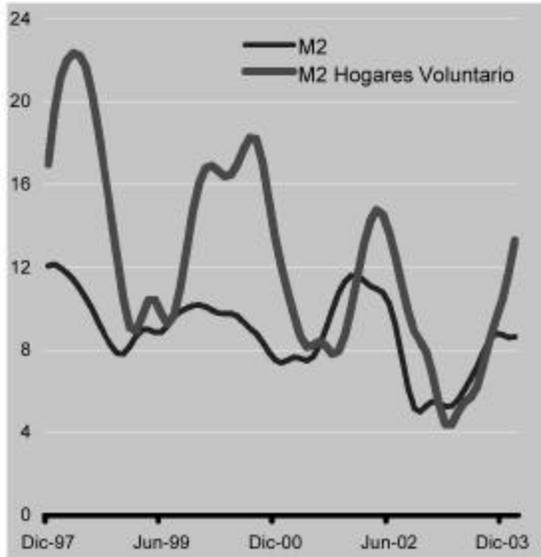
Variación anual en por ciento de las series de tendencia



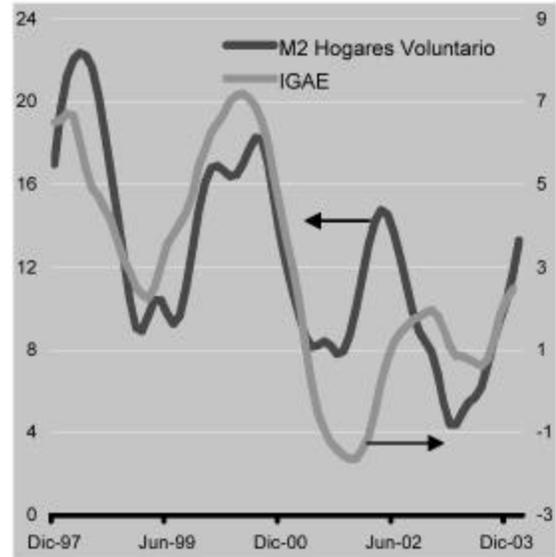
Gráfica 19 Agregado Monetario M2

a) Agregado Monetario M2

Variación real anual en por ciento de las series de tendencia



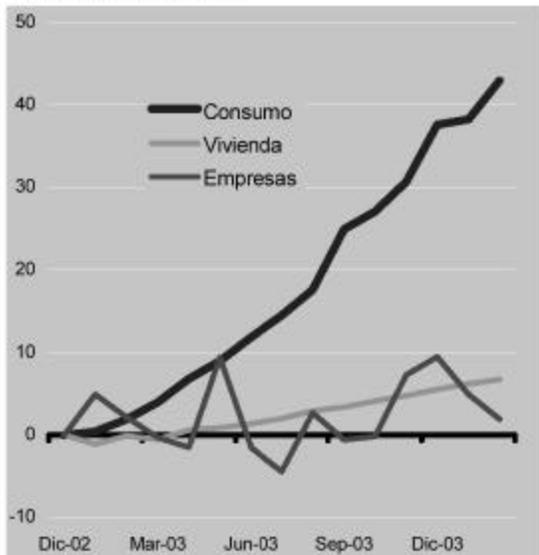
b) Agregado M2 y Actividad Económica
Variación real anual en por ciento de las series de tendencia



Gráfica 20 Crédito Directo Vigente de la Banca Comercial y Valores

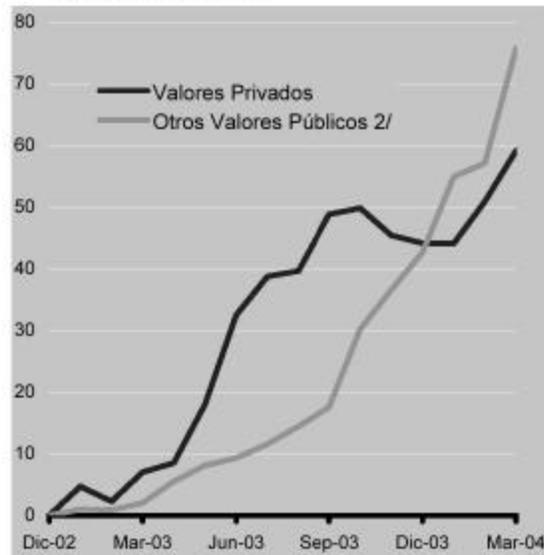
a) Crédito al Sector Privado ^{1/}

Flujos acumulados desde dic-02 en miles de millones de pesos



1/ No incluye programas de reestructura.

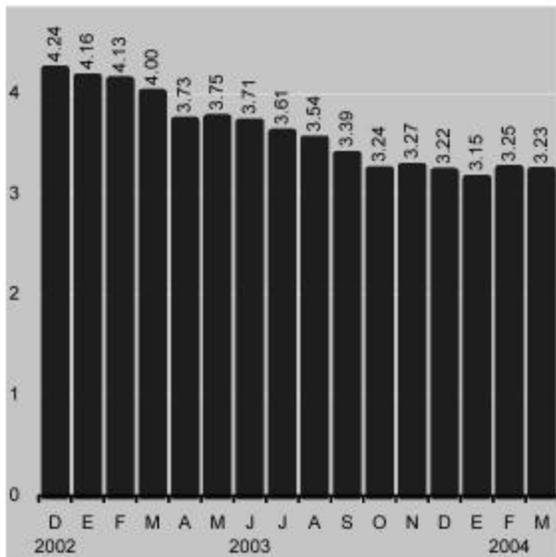
b) Valores Privados y Otros Valores Públicos
Flujos acumulados desde dic-02 en miles de millones de pesos



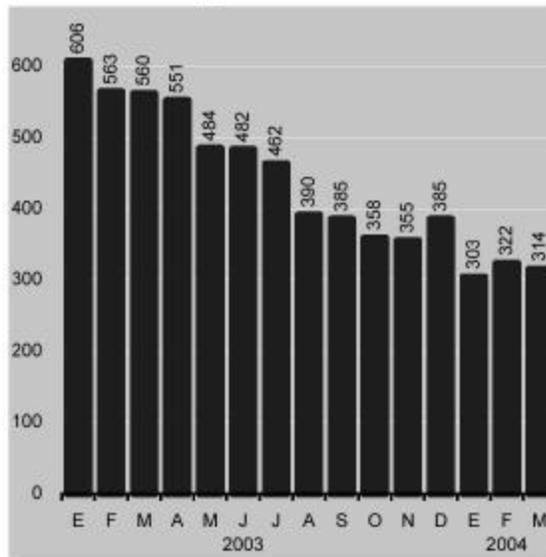
2/ Incluye valores de Empresas y Organismos Públicos, FARAC y de Gobiernos Estatales y Municipales.

Gráfica 21 Expectativas de los Consultores sobre el Crecimiento del PIB y del Número de Trabajadores Asegurados en el IMSS en 2004

a) Crecimiento Real del PIB
Por ciento



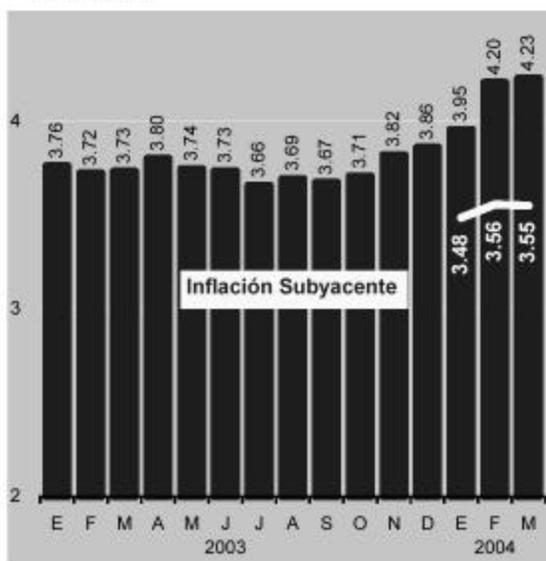
b) Incremento en el Número de Asegurados
Miles de trabajadores



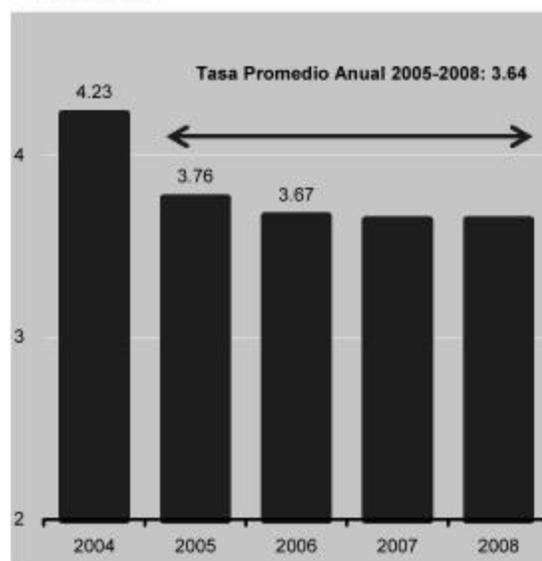
Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

Gráfica 22 Expectativas de los Consultores sobre la Inflación en 2004-2008

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



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



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

Recuadro 1
Principales Características de los Certificados Bursátiles

La colocación de los Certificados Bursátiles en el mercado de valores mexicano inició el 10 de agosto de 2001. Este instrumento se ha consolidado como una importante alternativa de financiamiento para empresas, organismos y empresas públicas, entidades federativas y municipios.

Valores Privados a Mediano Plazo
Saldos en miles de millones de pesos



* Incluye obligaciones, certificados de participación y pagaré mediano plazo.

Entre las ventajas que ofrecen los certificados bursátiles frente a otros instrumentos de financiamiento colocados a través de la BMV se cuentan:

1. **Su facilidad de emisión.**
 - a. Se puede autorizar en programas; permitiendo realizar varias emisiones durante un plazo determinado.
 - b. No requieren de asamblea de accionistas para su emisión, ni escritura protocolizada e inscrita en el Registro Público de Comercio, lo cual hace que los costos se reduzcan y sea más ágil su emisión.
2. **Es un instrumento versátil.**
 - a. Las emisiones pueden ser de corto plazo (menos de un año), o de mediano y largo plazo.
 - b. Las emisiones al amparo de un programa pueden utilizar cualquier opción en la determinación del rendimiento (tasa fija, variable, en UDIS, etc.)
 - c. Los cupones para pago de intereses pueden ser negociados por separado; ningún otro instrumento de deuda contempla esta modalidad.
 - d. Puede operar con la figura de fideicomiso permitiendo la bursatilización de activos y flujos diversos.

En marzo de 2004 del saldo en circulación de valores privados a mediano plazo, los certificados bursátiles representaron el 71.4 por ciento del total. Entre estos últimos destacan las emisiones efectuadas por América Móvil, Cemex, Coca-Cola Femsa, Telmex y Bimbo, que

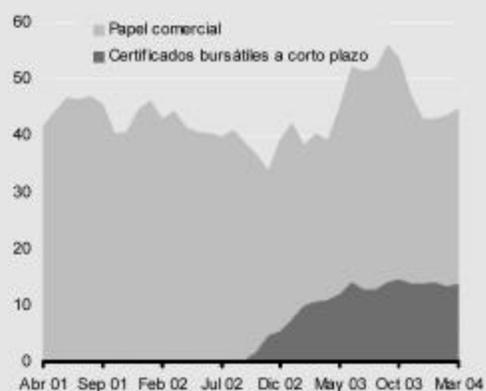
en su conjunto tienen en circulación certificados bursátiles a mediano plazo por 45,404 millones de pesos (41.7 por ciento del total). Los recursos obtenidos de estas colocaciones han sido una fuente de financiamiento en moneda nacional a plazos más largos y con tasas de interés atractivas.

Una característica adicional que ha permitido el desarrollo del mercado de deuda a través de este tipo de instrumento radica en la bursatilización de activos y, en particular, para el caso de las Sofoles Inmobiliarias en la bursatilización de su cartera. A la fecha, este tipo de operaciones han sido realizadas por 6 Sofoles, a través de 15 colocaciones (14 de las cuales bursatilizan créditos puente y una créditos hipotecarios) que ascienden a 6,464 millones de pesos. También, destaca la colocación realizada por el Infonavit el 19 de marzo por un monto de 751 millones de pesos a un plazo de 12 años (dicha colocación está respaldada por los derechos de cobro de 5,916 créditos hipotecarios otorgados por este organismo).

Por su parte a marzo de 2004, empresas públicas, estados y municipios han emitido certificados bursátiles con el fin de diversificar sus fuentes de financiamiento por 53,619 millones de pesos. Entre las colocaciones vigentes destacan las realizadas por PEMEX y CFE por montos de 32,672 y 6,665 millones de pesos, respectivamente. En lo referente a las colocaciones realizadas por estados y municipios destacan las realizadas a través de la figura de fideicomisos de administración y pago para bursatilizar sus ingresos por concepto del cobro de impuestos locales o de ingresos participables.

Finalmente, cabe señalar que dentro del mercado de deuda privada de corto plazo los certificados bursátiles también se han consolidado como una fuente importante de recursos. Es así que al cierre de marzo de 2004, éstos representaron el 30.9 por ciento del total en circulación de instrumentos de deuda de corto plazo.

Valores Privados a Corto Plazo
Saldos en miles de millones de pesos



INFORME SOBRE LA INFLACIÓN
ABRIL – JUNIO 2004

JULIO, 2004.

JUNTA DE GOBIERNO

GOBERNADOR

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

SUBGOBERNADORES

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB.

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 26 de julio de 2004. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones..

INDICE

I. Introducción

II. Informe sobre la Inflación Abril - Junio 2004

II.1. Evolución Reciente de la Inflación

II.2. Evolución de los Distintos Indicadores de Inflación

II.2.1. Inflación Anual

II.2.2. Inflación Mensual

II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor

II.3. Principales Determinantes de la Inflación

II.3.1. Entorno Externo

II.3.2. Precio del Petróleo

II.3.3. Evolución de la Economía de los Estados Unidos

II.3.4. Evolución de la Economía del Resto del Mundo

II.3.5. Salarios, Productividad y Empleo

II.3.6. Oferta y Demanda Agregadas

II.3.7. Balanza de Pagos y Flujos de Capital

II.4. La Política Monetaria durante el Segundo Trimestre de 2004

II.4.1. Acciones de Política Monetaria

II.5. Agregados Monetarios y Crediticios

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

II.5.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

III. Perspectivas del Sector Privado para 2004

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

III.2. Expectativas sobre la Inflación

IV. Balance de Riesgos y Conclusiones

Introducción

La recuperación económica mundial continuó durante el segundo trimestre del año. En los Estados Unidos se ha fortalecido la producción industrial, generalizándose a un mayor número de ramas. Así, ésta se expande a una tasa superior a la del producto y se mantienen perspectivas favorables para su crecimiento, tanto en el segundo semestre de 2004, como en 2005.^{1*} Por su parte, el vigor con el que se ha presentado la recuperación del gasto, aunado al alza persistente de las cotizaciones internacionales de diversas materias primas, entre ellas las energéticas, han propiciado incrementos en las expectativas de inflación.

La combinación de estos elementos ha conducido a un entorno global de mayores tasas de interés, y a que la Reserva Federal comience a revertir la holgura existente durante los últimos años en las condiciones monetarias.

* Nota: las notas, cuadros y gráficas se encuentran al final del documento.

La perspectiva del ciclo de acciones encaminadas a restringir la política monetaria por parte de la Reserva Federal ha tenido efectos profundos sobre el posicionamiento de los inversionistas internacionales y, por tanto, sobre los precios de los activos y los diferenciales de tasas de interés. Este proceso de recomposición de carteras se ha circunscrito en un contexto de menor apetito por riesgo, lo que se ha reflejado en una reducción en los precios de los activos con esas características.

En particular, las economías emergentes han enfrentado incrementos en los niveles y la volatilidad de sus diferenciales de tasas de interés y, por tanto, un deterioro en sus condiciones de acceso a financiamiento.

Debe resaltarse que la magnitud de este ajuste se explica, en parte, por la reversión de la considerable compresión que se registró en los diferenciales de crédito a raíz de la holgura monetaria que prevaleció en los mercados internacionales. Esto es, en el pasado reciente el entorno de amplia liquidez condujo a un mayor apetito por riesgo y creó los incentivos para la adquisición de activos de mayor riesgo financiada a muy bajo costo en el corto plazo.

Consecuentemente, el cambio hacia un entorno global con condiciones monetarias más astringentes, esto es, de mayores tasas de interés, ha propiciado que se reviertan esas posiciones, lo que ha conducido a un proceso de desapalancamiento en los mercados financieros internacionales. Hasta ahora, este proceso se ha llevado a cabo en forma relativamente ordenada.

Dado que la economía de México se encuentra fuertemente integrada a los flujos comerciales y financieros internacionales, es claro que no puede sustraerse del nuevo entorno financiero global. Ello ha implicado que las tasas de interés en moneda nacional se hayan ajustado al alza de forma importante, al tiempo que se han registrado ciertas presiones sobre el tipo de cambio.

Sin embargo, las presiones sobre las tasas y la paridad han sido atenuadas por factores que operan en sentido opuesto, tales como los flujos considerables de ingresos petroleros y de remesas familiares, que han provisto a la economía de importantes fuentes de recursos. En este contexto, la actividad económica en México ha continuado fortaleciéndose, a lo que ha contribuido el dinamismo del consumo y el repunte que recientemente ha comenzado a registrar la inversión. A su vez, el crecimiento de las exportaciones no

petroleras ha llevado a que cobren vigor la producción industrial y manufacturera.

El dinamismo de la actividad económica se ha reflejado en una mayor creación de empleos. Así, al considerar datos ajustados por efectos estacionales, desde octubre del año anterior el número de asegurados totales en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) ha registrado variaciones mensuales positivas.

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

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

Por su naturaleza, el alza en los precios de las materias primas ha impactado los costos de producción de diversos bienes y servicios, lo cual ha repercutido de manera directa sobre los precios al productor. Asimismo, los efectos de estas perturbaciones de oferta se han venido traspasando a distintos genéricos incluidos en el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), en especial en el grupo de alimentos del subíndice de precios subyacente de las mercancías y en el de administrados del subíndice de precios no subyacente.

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

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

En virtud de las consideraciones anteriores, se ha vuelto más desfavorable el entorno de la inflación. A su vez, esto ha conducido a que sus expectativas para los siguientes doce meses se hayan incrementado en las últimas semanas, y a que aquéllas correspondientes al mediano y largo plazos se mantengan por arriba del objetivo. En consecuencia, la Junta de Gobierno del Banco de México ha tomado acciones a fin de restringir la postura monetaria.

En los siguientes meses, la conducción de la política monetaria continuará enfrentando retos importantes:

(a) contener los efectos de los incrementos en los precios internacionales de las materias primas sobre las expectativas de inflación;

(b) acotar las presiones sobre la inflación que puedan surgir de la evolución de la demanda agregada, ya que es previsible que la holgura aún prevaleciente en los mercados de bienes y laboral vaya reduciéndose; y,

(c) propiciar que el tránsito de la economía hacia un entorno global de mayores tasas de interés resulte ordenado.

Como se puede apreciar, los retos anteriores se asocian a un entorno en donde se ha dificultado el combate a la inflación, propiciando el sesgo restrictivo que actualmente caracteriza a la política monetaria..

II. Informe sobre la Inflación Abril- Junio 2004

II.1. Evolución Reciente de la Inflación

Al cierre del segundo trimestre de 2004 la inflación general anual se ubicó en 4.37 por ciento, lo que implicó un incremento de 0.14 puntos porcentuales con relación a marzo. Este aumento se atribuye, en parte, a que ha continuado el alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas que comenzó en 2003 y se intensificó en este año. Cabe señalar que estas perturbaciones son adicionales a las que impactaron a principios del año a los productos pecuarios y que surgieron a raíz de las restricciones a la importación de diversos productos cárnicos.

Los incrementos en los precios de diversas materias primas se han convertido en una presión inflacionaria a nivel mundial, particularmente en los casos de diferentes alimentos, productos metálicos y energéticos. Este fenómeno está asociado a la recuperación cíclica de la economía mundial y, de forma particular, al vigoroso crecimiento de China, así como a la incertidumbre geopolítica y a la desconfianza que ésta genera sobre las condiciones futuras de abasto de diversos energéticos.

Por su naturaleza, el comportamiento de los precios internacionales de las materias primas ha impactado los costos de producción de diversos bienes y servicios, lo cual ha incidido de manera directa sobre los precios al productor. Asimismo, estos efectos se han venido traspassando a distintos genéricos incluidos en el INPC. Al respecto, destaca lo siguiente:

(a) El incremento en los precios de las materias primas alimenticias ha afectado principalmente a los productos pecuarios incluidos en el componente no subyacente del INPC y a diversos alimentos procesados que forman parte del subíndice subyacente de las mercancías.

(b) El alza registrada en los precios de los productos metálicos ha afectado los costos de la construcción de viviendas, incidiendo en el subíndice subyacente de los servicios.

(c) La elevación que han presentado a nivel internacional los precios de los combustibles ha conducido a incrementos significativos en los precios de los bienes y servicios administrados (gas para uso doméstico, gasolinas en las fronteras y electricidad).²

Cabe señalar que el efecto al alza sobre la inflación general por los factores antes descritos fue atenuado por una reducción importante en las cotizaciones de las frutas y verduras.

Por su parte, la tendencia decreciente que ha mostrado la variación anual del subíndice de precios subyacente de los servicios distintos a la vivienda, sugiere que aún no se han manifestado presiones de consideración sobre la inflación provenientes del gasto.

No obstante, debe anotarse que el dinamismo observado por la demanda agregada puede facilitar que las perturbaciones de oferta provenientes del exterior contaminen el proceso de generación de expectativas de inflación.

II.2. Evolución de los Distintos Indicadores de Inflación

II.2.1. Inflación Anual

Al cierre del segundo trimestre de 2004, la inflación general anual se ubicó en 4.37 por ciento, mientras que al final del trimestre previo fue 4.23 por ciento. Este incremento se asocia, principalmente, con el alza persistente de las cotizaciones internacionales de diversas materias primas, que afectó la evolución de los componentes subyacente y no subyacente del INPC. Así, en junio la inflación subyacente anual fue 3.64 por ciento, 0.12 puntos porcentuales mayor a la registrada a finales del trimestre previo. Por otra parte, la inflación anual no subyacente fue 5.99 por ciento, lo que implicó un incremento de 0.21 puntos porcentuales respecto a marzo (Gráfica 1).

El alza de los precios internacionales de algunas materias primas comenzó a presentarse en 2003 y se intensificó para algunos productos durante el primer semestre de 2004 (Gráfica 2). Las principales presiones inflacionarias que se han generado en consecuencia son las siguientes:

(a) Los mayores precios de diversas materias primas alimenticias han incidido tanto en la inflación subyacente, como en la no subyacente.

En el primer caso, los efectos de estas presiones se intensificaron en el trimestre, propiciando que la variación anual de los precios del grupo de alimentos del subíndice de las mercancías aumentara de 5.12 a 5.83 por ciento entre marzo y junio. Ello explica, en buena medida, los incrementos registrados en el subíndice total de mercancías, el cual pasó de 2.78 a 3.26 por ciento en dicho periodo (Cuadro 1).

Por lo que toca al grupo de pecuarios del subíndice de precios no subyacente, el impacto fue atenuado por el proceso gradual de reversión de las perturbaciones que lo afectaron a inicios del año. Esto se dio por los efectos de las menores restricciones a la importación de productos cárnicos y por la expansión de la parvada avícola productora de huevo. En consecuencia, la variación anual del precio de los productos pecuarios se redujo con respecto a la registrada en marzo, pasando de 12.50 a 10.55 por ciento.

Finalmente, es importante resaltar que la inflación general en México se ve mayormente afectada respecto de otras economías por los incrementos en los precios de los alimentos (procesados y no procesados), dada la elevada ponderación que éstos tienen en el INPC (Recuadro 1).

(b) El aumento de los precios internacionales de diversos productos metálicos que se utilizan en la construcción residencial explica el alza en la variación anual del subíndice de la vivienda, que resultó de 0.13 puntos porcentuales entre marzo y junio (Gráfica 3).³

(c) El aumento en los precios de los energéticos a nivel internacional incidió en los tres genéricos que integran al subíndice de precios administrados (gas doméstico, electricidad y gasolinas), el cual registró una variación anual de 8.35 por ciento al cierre del trimestre.⁴ Lo anterior implicó un incremento de 3.19 puntos porcentuales con respecto a su nivel del trimestre previo. Este fue el factor que contribuyó en mayor medida al aumento de 0.21 puntos porcentuales que registró en el período la inflación no subyacente anual.

Las presiones sobre los precios descritas fueron contrarrestadas parcialmente por la disminución que durante el trimestre registraron las cotizaciones de las frutas y verduras (Gráfica 4). En el lapso analizado, la contribución a la inflación anual de dicho rubro pasó de -0.07 a -0.25 puntos porcentuales (Cuadro 1).⁵

La trayectoria descendente que ha presentado la variación anual de los servicios subyacentes distintos a la vivienda sugiere la ausencia de presiones de consideración provenientes del gasto. La tasa de variación anual de ese indicador disminuyó de 4.79 a 3.98 por ciento entre marzo y junio de 2004. Esta reducción más que compensó las presiones observadas en el subíndice de la vivienda. Así, la inflación subyacente total de los servicios pasó de 4.35 a 4.07 por ciento en los meses referidos (Cuadro 1).

Para evaluar las perspectivas de la inflación en los siguientes meses es importante considerar, primeramente, el comportamiento que podrían presentar los precios de las materias primas. En este sentido, uno de los principales factores que explica el alza en los precios de dichos bienes ha sido el incremento en su demanda proveniente del vigor con el que crece la economía mundial, en particular la china. Por tanto, en la medida en que esta última registre un crecimiento más acorde a su potencial de largo plazo, es previsible que los precios internacionales se estabilicen (Recuadro 2). A su vez, este efecto podría verse reforzado por incrementos en la oferta de materias primas como respuesta a los altos precios.

En este sentido, conviene enfatizar que el alza en las cotizaciones internacionales de las materias primas posiblemente

esté reflejando un cambio en precios relativos a nivel global. Así, en la medida en que dicho proceso vaya llegando a un término, se puede anticipar que la inflación de esos precios se irá desacelerando e, inclusive, en algunos casos pudiera comenzar a revertirse. Este escenario es consistente con la trayectoria que actualmente presentan los precios de los futuros de algunos de estos productos (Gráfica 5).

Por su parte, el Banco de México se mantendrá atento para identificar y, en su caso, contener las presiones que pudieran cernirse sobre la inflación originadas del vigor que mantiene la demanda agregada.

II.2.2. Inflación Mensual

En abril, mayo y junio de 2004 la inflación general mensual resultó, respectivamente, de 0.15, -0.25 y 0.16 por ciento.⁶ En dichos meses la inflación registrada fue menor a la esperada por los especialistas del sector privado al cierre del primer trimestre del año (Cuadro 2). Por otra parte, al comparar dichos resultados con los correspondientes a los mismos meses del año pasado y así eliminar posibles efectos de naturaleza estacional, se tiene que la inflación resultó inferior en abril (por los menores precios agropecuarios y la mayor baja en las tarifas eléctricas), mientras que ocurrió lo contrario en mayo y junio.

Esto último es atribuible principalmente a los siguientes factores: i) el incremento en la tarifa eléctrica de alto consumo asociado al alza en los precios de los combustibles y del acero, que propició que la deflación registrada en mayo y el aumento de junio tuvieran una mayor incidencia con relación a la registrada el año pasado; y, ii) a lo largo de todo el trimestre se presentaron variaciones mensuales significativamente mayores a las del año pasado en los precios del gas doméstico, de las gasolinas en las fronteras del país y de los alimentos del subíndice subyacente de las mercancías.

Por supuesto, al igual que en el caso de la inflación anual, hay que agregar que la reducción en los precios de las frutas y verduras acotó el impacto de la inflación no subyacente en la inflación general mensual en los tres meses del trimestre.

II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor

Al cierre del segundo trimestre de 2004, la tasa de crecimiento anual del INPP de mercancías y servicios finales sin petróleo se ubicó en 6.93 por ciento. Ello contrastó con

la tasa de 5.10 por ciento que había alcanzado este indicador al finalizar el trimestre previo. Al interior del mencionado índice el concepto que registró la mayor variación anual fue el de las exportaciones, ya que de marzo a junio de 2004 pasó de 4.11 a 10.28 por ciento. Asimismo, en igual periodo la variación anual del subíndice de formación de capital aumentó de 9.52 a 14.21 por ciento. En ambos casos el incremento estuvo influido de manera importante por la depreciación de la paridad cambiaria. Por lo que toca al componente de consumo privado, la variación anual de éste se ubicó en 5.09 por ciento en junio, mientras que en marzo fue 4.50 por ciento.

Al analizarse la evolución que tuvieron en el período los conceptos del INPP de mercancías y servicios finales destaca, como ya se mencionó, el efecto que han tenido los aumentos en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas agropecuarias, metálicas y energéticas.

II.3. Principales Determinantes de la Inflación

II.3.1. Entorno Externo

La recuperación económica mundial continuó consolidándose durante el segundo trimestre de 2004. La información disponible sugiere que el crecimiento del PIB estadounidense mantuvo un ritmo superior al potencial, si bien la fortaleza de la actividad económica fue ligeramente menor que la anticipada al inicio del trimestre. Por su parte, las economías asiáticas, especialmente China, continuaron representando un factor importante de impulso a la expansión económica mundial. En la zona del euro se observaron también señales positivas del comportamiento de la actividad económica. Por otra parte, el incremento de los precios del petróleo y otras materias primas, aunado a otros factores, dio lugar a un repunte de la inflación mundial. En este contexto, el Banco de la Reserva Federal comenzó a revertir el relajamiento de las condiciones monetarias iniciado en el año 2000.

II.3.2. Precio del Petróleo

El precio promedio del barril de petróleo tipo West Texas Intermediate (WTI) durante el segundo trimestre de 2004 fue de 38.43 dólares, es decir, 3.19 dólares más que el del período enero-marzo. El precio del crudo fue impulsado fundamentalmente por el aumento de la demanda del energético, las tensiones políticas en el Medio Oriente, y la incertidumbre en torno a la disposición y capacidad de la OPEP para aumentar la producción. Después de alcanzar

niveles superiores a los 40 dólares a finales de mayo y principios de junio, las cotizaciones del crudo empezaron a disminuir tras el anuncio de aumentos en la producción de Arabia Saudita y los Emiratos Árabes Unidos. A esto se agregó la decisión de la OPEP de incrementar sus cuotas de producción.⁷ El precio promedio de la mezcla mexicana en el periodo analizado fue de 30.07 dólares por barril, esto es, 3.13 dólares mayor al observado durante el primer trimestre del año.⁸

II.3.3. Evolución de la Economía de los Estados Unidos

El PIB de los Estados Unidos registró un crecimiento de 3.9 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el primer trimestre de 2004 (4.8 por ciento a tasa anual). Con la excepción de las exportaciones netas, cuya contribución a la expansión de la economía fue negativa, todos los componentes de la demanda agregada impulsaron el crecimiento del PIB. Asimismo, continuó la recomposición de la demanda que ha acompañado a la recuperación cíclica. En particular, el crecimiento de la inversión privada no residencial se mantuvo por encima del registrado por el consumo privado y la inversión residencial.

Los sectores que habían mostrado mayor rezago al inicio de la recuperación cíclica en los Estados Unidos –el mercado laboral y la producción industrial– han venido dando signos de fortaleza durante 2004.

Si bien la actividad industrial inició su actual fase de crecimiento desde mediados de 2003, su ritmo de expansión había sido considerablemente menor que el del PIB. Esta situación se revirtió desde finales del año pasado. Durante el primero y el segundo trimestres de este año, la producción industrial creció a tasas trimestrales anualizadas de 6.6 y 6.0 por ciento respectivamente (2.9 y 5.5 por ciento a tasa anual, respectivamente), muy por encima de las registradas por el PIB, si bien en junio se observó un debilitamiento no anticipado (Gráfica 6). En este contexto, tanto la producción industrial como la manufacturera se ubicaron al final del trimestre casi a la par del nivel máximo alcanzado durante el ciclo anterior (segundo trimestre de 2000).

Otra de las variables que había tardado en mostrar señales de recuperación es el empleo. La creación mensual de puestos de trabajo comenzó a mostrar en marzo y abril un comportamiento congruente con la fuerte expansión económica en curso. Las cifras para dichos meses registraron un elevado incremento, de 353 y 324 mil empleos, respec-

tivamente. En mayo hubo una generación adicional de 235 mil nuevas plazas. Sin embargo, en junio el aumento (112 mil empleos) fue considerablemente menor al ritmo de los tres meses previos. También es de destacarse que a pesar de la recuperación del empleo, la nómina no agrícola se ubicaba en junio por debajo de los máximos alcanzados en el ciclo anterior.

La inflación ha aumentado más rápidamente de lo previsto hace apenas unos meses, tanto por las autoridades como por los analistas privados, si bien aún se encuentra en niveles moderados. El crecimiento anual del índice de precios al consumidor durante cada uno de los meses del segundo trimestre de 2004 fue de 2.29, 3.00 y 3.22 por ciento, respectivamente. El fuerte incremento en los precios de las materias primas y en particular de los energéticos es uno de los principales determinantes del repunte inflacionario (Recuadro 3). Lo anterior se infiere al considerar que la inflación subyacente anual para los mismos meses aún se encuentra por debajo de 2 por ciento (1.77, 1.76 y 1.81 por ciento, respectivamente).

El vigor de la economía de los Estados Unidos (especialmente por el dinamismo del empleo en abril y mayo), aunado al ritmo más rápido de crecimiento de los precios y al aumento de las expectativas de inflación, se reflejaron en alzas en las tasas de interés. El incremento fue más marcado para las tasas de mayor plazo, las cuales comenzaron a descontar la inminente reversión del estímulo monetario. El alza máxima para el bono a 10 años durante el trimestre fue de 104 puntos base con respecto al cierre de marzo.⁹

Durante el periodo abril-junio, los índices Dow Jones y NASDAQ recuperaron las pérdidas registradas durante el trimestre previo y se ubicaron en niveles similares a los que tenían a finales de 2003. Aunque con altibajos, el dólar recuperó terreno frente a la mayoría de las divisas durante el periodo abril-junio. Así, el dólar estadounidense se apreció en 4.4 por ciento frente al yen, 1.3 por ciento contra la libra esterlina, 1.8 por ciento respecto al dólar canadiense, y 1.0 por ciento contra el euro. El tipo de cambio efectivo amplio del dólar se apreció 2.17 por ciento en ese lapso.¹⁰

El incremento de los precios del petróleo, entre otros factores, parece haber incidido en la actividad económica en los Estados Unidos en el segundo trimestre del año. El crecimiento del consumo privado, especialmente de bienes durables, se desaceleró en abril y mayo. Adicionalmente, el dato de ventas al menudeo sugiere que en junio continuó dicho patrón. Por su parte, la información a mayo sobre los

pedidos de bienes de capital apunta a un crecimiento menos vigoroso que el anticipado para la inversión en equipo. Además, el déficit promedio de la balanza de bienes y servicios para el bimestre abril-mayo se situó por encima de la cifra correspondiente para el primer trimestre. En este contexto, las proyecciones de los analistas para el crecimiento del PIB se revisaron a la baja, ubicándose en 4.1 por ciento a tasa trimestral anualizada (5.1 por ciento a tasa anual) para el segundo trimestre de 2004 y en 4.5 por ciento para todo el año. Cabe destacar que, en general, los analistas consideran que la desaceleración de la economía a finales del segundo trimestre obedeció a factores atípicos y, por tanto, fue de naturaleza temporal. Debe señalarse también que, contra lo observado en los pronósticos del PIB, las proyecciones para el crecimiento de la producción industrial en 2004 y en 2005 se han ajustado al alza a lo largo de este año (Cuadro 3).

La percepción de los mercados financieros sobre el comportamiento futuro de las tasas de interés ha variado rápidamente con la disponibilidad de nueva información. Así, la publicación de algunos indicadores en junio que sugerían una menor fortaleza de la actividad económica a la anticipada al inicio del segundo trimestre, generó en los mercados la expectativa de que el alza de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal sería más pausado de lo esperado anteriormente. Más recientemente, algunas de las declaraciones del señor Alan Greenspan durante la presentación al Congreso estadounidense del informe semestral de política monetaria fueron interpretadas como un indicio en la dirección contraria. Naturalmente, esto se ha reflejado en la trayectoria de la curva de futuros para la tasa de fondos federales (Gráfica 7). No obstante, en general, se espera que el ciclo de acciones restrictivas por parte de la Reserva Federal será menos intenso que lo anticipado a mediados de junio.

II.3.4. Evolución de la Economía del Resto del Mundo

En la zona del euro el incremento del PIB de 2.4 por ciento a tasa trimestral anualizada en el primer trimestre (1.8 por ciento a tasa anual), excedió las expectativas de los analistas privados y de la Comisión Europea. El sector externo y el consumo privado constituyeron las principales fuentes de crecimiento. Destaca, además, el hecho de que la expansión del PIB fue dispar entre los diferentes países de la región. Los indicadores oportunos sugieren que durante el segundo trimestre de 2004 el PIB regional mantuvo un ritmo de expansión similar al del primero.¹¹ Cabe hacer notar, por otra parte, que el mercado laboral no ha

mostrado signos de recuperación (en mayo la tasa de desempleo armonizada se mantuvo en 9.0 por ciento), lo que podría afectar el consumo privado. Otro riesgo para la actividad económica se origina en los elevados precios del petróleo. Además, éstos han comenzado a reflejarse, a partir de mayo, en una inflación anual por encima de 2 por ciento. En julio, los pronósticos de consenso ubicaban el crecimiento del PIB de la zona del euro para 2004 en 1.7 por ciento.

Durante el primer trimestre de 2004, Japón registró el crecimiento económico más elevado entre los países industrializados (6.1 por ciento a tasa trimestral anualizada y 5.6 por ciento a tasa anual), gracias a la acelerada expansión de las exportaciones, a la continua fortaleza de la inversión y a la reactivación del consumo privado. El consenso de los analistas estima una expansión del PIB de 4.2 por ciento para 2004.

Las economías emergentes de Asia tuvieron otro trimestre de crecimiento elevado a principios de 2004. Esto gracias al estímulo que recibieron sus exportaciones tanto de la continua fortaleza de la economía china, como de la recuperación económica en las economías avanzadas.¹² El elevado crecimiento chino ha sido también determinante en el repunte de los precios internacionales de diversas materias primas, que recientemente se ha reflejado en la inflación mundial (ver Recuadro 2). No obstante, los analistas proyectan una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la región para el segundo semestre de 2004 y el 2005.

En el curso del año pasado y del primer trimestre del actual, se registraron emisiones sustanciales de bonos de los países emergentes. Sin embargo, desde el primer trimestre de 2004 se empezó a observar una incipiente alza en los márgenes de deuda soberana, tendencia que se acentuó en abril y mayo pasados. En particular, la perspectiva de que la Reserva Federal restringiría la política monetaria tuvo el efecto inicial de reducir el apetito de los inversionistas por activos considerados de mayor riesgo, propiciando un deterioro de las condiciones de acceso a financiamiento externo para las economías emergentes.

Aunque en fechas recientes los inversionistas han aumentando ligeramente su exposición en bonos de países emergentes, persisten condiciones de financiamiento externo más restrictivas que las observadas a finales del primer trimestre. Por otra parte, es evidente que la percepción sobre la magnitud y velocidad con la cual la Reserva Federal retirará el estímulo monetario puede tener repercusiones

importantes en los mercados financieros internacionales en los próximos meses. En este entorno, durante el periodo abril-junio, el índice compuesto EMBI+ aumentó en 61 puntos base.¹³

En general, las economías de América Latina se han beneficiado de la recuperación global y de la fuerte demanda de productos primarios. Se espera que el crecimiento del PIB de la región se acelere de 1.5 por ciento en 2003 a 4.6 por ciento este año. Cabe destacar que los analistas proyectan tasas elevadas de crecimiento para Argentina y Chile (7.5 y 5.0 por ciento, respectivamente) y una recuperación importante en el caso de Brasil (de -0.2 por ciento en 2003 a 3.4 por ciento en 2004). Al mismo tiempo, se ha observado un incremento en las expectativas de inflación en estas economías.

II.3.5. Salarios, Productividad y Empleo

Durante el segundo trimestre de 2004, los salarios contractuales nominales registraron variaciones de una magnitud similar a la observada en el trimestre previo. Por su parte, la productividad media tanto en las industrias maquiladora y manufacturera, como en el sector comercio al menudeo, presentó ganancias importantes que más que compensaron el crecimiento de las remuneraciones medias reales. Por tanto, el costo unitario de la mano de obra en las industrias referidas presentó variaciones negativas.

II.3.5.1. Salarios Contractuales

En el segundo 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 4.5 por ciento. Este incremento es igual al observado en el trimestre previo. En este resultado destaca el aumento de junio, que se ubicó en 5.1 por ciento. Conviene destacar que, por lo general, en junio se observan alzas salariales que superan a las registradas en los primeros cinco meses del año (Gráfica 9), lo que es atribuible a que la mayoría de los trabajadores del sector privado que realizan su revisión salarial en ese mes laboran en empresas que han tendido a otorgar, en promedio, mayores aumentos salariales en los últimos años. No obstante, es importante destacar que las cifras anteriores no parecen reflejar las condiciones de holgura que aún prevalecen en el mercado laboral.

En el periodo abril-junio de 2004, los salarios contractuales en empresas privadas mostraron alzas significativamente

mayores que las observadas en igual lapso en las empresas públicas. El diferencial promedio correspondiente se ubicó en 0.7 puntos porcentuales. Por otra parte, al separar las negociaciones salariales contractuales por actividad económica, destaca que los trabajadores de las empresas manufactureras obtuvieron aumentos mayores a los conseguidos en otros sectores económicos (Cuadro 5).

II.3.5.2. Remuneraciones y Productividad

Durante el periodo enero-abril de 2004, la productividad laboral media en la industria maquiladora, manufacturera no maquiladora y en el sector comercio al menudeo mantuvo una tendencia creciente, alcanzando un aumento promedio superior al registrado por las remuneraciones medias reales. Ello causó que el costo unitario de la mano de obra (CUMO) registrara variaciones negativas en las actividades señaladas.

En el caso de la industria manufacturera no maquiladora, la productividad laboral media mostró un crecimiento promedio a tasa anual de 6.5 por ciento durante el primer cuatrimestre de 2004, con lo que se prolongó la tendencia creciente mostrada por este indicador desde el segundo semestre de 2003. Por su parte, aún cuando las remuneraciones medias reales tuvieron variaciones anuales positivas en el cuatrimestre (1.2 por ciento), éstas resultaron compensadas por aumentos en la productividad laboral. En consecuencia, en el periodo enero-abril el costo unitario de la mano de obra mantuvo una trayectoria descendente (disminuyó 4.8 por ciento en promedio). De continuar la fortaleza de la producción en el sector manufacturero, podría esperarse una mayor expansión del empleo, lo cual probablemente se reflejaría en una desaceleración de la productividad media (Gráfica 10).

Por otro lado, la productividad media en la industria maquiladora ha tenido tasas de crecimiento positivas en el transcurso del año, promediando en el lapso enero-abril de 2004 3.6 por ciento (Cuadro 6). Paralelamente, las remuneraciones medias en dicha industria continuaron mostrando incrementos reales (2.1 por ciento). Por tanto, considerando el dato de la productividad se obtiene una reducción promedio del costo unitario de la mano de obra de 1.4 por ciento (Gráfica 11).

En lo que toca a la productividad media en el sector comercio al menudeo, ésta se mantuvo en la trayectoria ascendente que se inició a principios de 2003, alcanzando un aumento de 9.4 por ciento en el primer cuatrimestre de

2004. Dicho comportamiento se debe, en parte, a una tendencia creciente de las ventas reales impulsada por la fortaleza que ha mantenido el consumo, que a su vez se ha beneficiado de una mayor disponibilidad de crédito. Las ganancias en la productividad media en el comercio al menudeo son atribuibles principalmente a cambios en las estructura del sector. Esto último, toda vez que durante el primer cuatrimestre del año la actividad comercial de las tiendas de autoservicio, supermercados y departamentales acentuó el desplazamiento de las tiendas de abarrotes y especializadas. Así, se ha observado una caída del empleo en éstas últimas. Por su parte, las remuneraciones por persona promediaron en el periodo un crecimiento a tasa anual de 1.3 por ciento en términos reales, cifra inferior en tres puntos porcentuales a lo observado durante el mismo lapso de 2003. Por último, el costo unitario de la mano de obra continuó a la baja, ya que en el cuatrimestre referido disminuyó en promedio 7.4 por ciento (Gráfica 12).

II.3.5.1. Empleo

La recuperación cíclica de la actividad económica propició que continuara fortaleciéndose la demanda de trabajo. Al respecto, los aspectos más destacables del comportamiento del empleo en el segundo trimestre de 2004 fueron los siguientes: a) un aumento en el número de trabajadores en el sector formal de la economía lo que, acorde a las cifras del IMSS, fue mayor en el caso de los trabajadores permanentes que en el de los eventuales; b) una mejoría del empleo formal que comprendió a varios sectores, incluyendo al manufacturero, y también abarcó a la mayoría de las entidades federativas del país; y, c) una ligera reducción de la tasa de desempleo en las áreas urbanas.

Al cierre de junio de 2004 el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se ubicó en 12,414,814 personas, cifra superior en 94,999 trabajadores a la correspondiente a marzo del mismo año y en 224,022 trabajadores a la del cierre de 2003. Esta última variación es la más alta registrada para el primer semestre en los últimos cuatro años. Otro aspecto importante es que, al ajustarse las cifras por efectos estacionales, el número de trabajadores asegurados al cierre de junio alcanzó nueve meses consecutivos con aumento. De esa manera, con datos desestacionalizados de octubre de 2003 a junio de 2004 se crearon 241,826 nuevos empleos formales. De este total, 164,517 correspondieron a empleos permanentes y 77,309 a empleos eventuales urbanos. No obstante, el número de trabajadores asegurados en el IMSS aún es inferior al registrado en el 2000 (Gráfica 13b).

En el primer semestre del presente año la generación de empleos en el sector formal abarcó a la mayoría de las actividades, destacando los aumentos de la ocupación en los servicios, en la industria de la construcción y en el sector manufacturero. En particular, en esta última actividad el incremento correspondiente fue de 96 mil trabajadores (del cierre de diciembre de 2003 al cierre de junio de 2004) y resultó mayor en las siguientes cuatro divisiones de actividad: productos metálicos, maquinaria y equipo (54 mil trabajadores); textiles y prendas de vestir (13 mil personas); química y plásticos (15 mil trabajadores); y, otras industrias manufactureras (9 mil personas). A pesar de ese avance, a junio el empleo formal en la actividad manufacturera todavía presentaba un descenso de 762 mil trabajadores con relación a su nivel máximo previo, registrado en noviembre de 2000.¹⁴

En el primer semestre de 2004 el número de trabajadores asegurados en el IMSS aumentó en 26 entidades del país en 234 mil trabajadores. En contraste, el empleo se redujo en casi 10 mil trabajadores en los restantes seis estados de la República. Cabe señalar que en el periodo transcurrido del presente año las oportunidades de empleo formal han mostrado mayor fortaleza en las entidades del norte y centro del país. En las primeras, ello es atribuible al repunte que ha registrado el nivel de actividad del sector exportador (Gráfica 14).

Un sector de la economía en el cual el empleo presentó un avance significativo en el segundo trimestre del año fue la industria maquiladora, lo que respondió a la recuperación de sus exportaciones. De hecho, con datos desestacionalizados, la mejoría de la ocupación en dicha actividad se inició desde agosto de 2003, y al cierre de abril del presente año ya se había incrementado el empleo en 47,751 trabajadores, un aumento de 4.6 por ciento.

La recuperación de la actividad económica en el segundo trimestre evitó que siguiera aumentando la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas. Dicho indicador se redujo en los datos originales con relación a su nivel promedio del primer trimestre del año, pero se mantuvo prácticamente sin cambio al considerar cifras desestacionalizadas. De esa manera, en el segundo trimestre la tasa correspondiente fue en promedio de 3.61 por ciento, mientras que en el trimestre previo había sido de 3.86 por ciento. Con cifras desestacionalizadas, esta tasa promedio en el trimestre abril-junio fue de 3.76 por ciento, luego de que había resultado de 3.75 por ciento en el primero. Lo anterior es reflejo de que en el segundo trimestre el repunte de la

demanda de trabajo en el sector formal, aunado a una mayor generación de empleos en actividades informales, permitieron absorber la oferta adicional de trabajo que se presentó en el periodo.

II.3.6. Oferta y Demanda Agregadas

Durante el segundo trimestre de 2004 continuó fortaleciéndose la actividad económica en el país. Ello fue notorio en la mejoría que mostraron tanto los indicadores de la demanda agregada, como los de producción. En el trimestre reportado, el consumo continuó su dinamismo, mientras que la inversión presentó una recuperación moderada. En lo referente a la demanda externa, sobresale que el repunte de las exportaciones resultó mayor que el observado en el primer trimestre.

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

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

El impacto neto de los efectos anteriores ha sido favorable para la expansión de la demanda agregada. Ello se debe, en parte, a que los efectos sobre los réditos y la paridad del nuevo entorno financiero se han visto atenuados por los cuantiosos flujos de ingresos petroleros y de remesas familiares, los cuales han proveído a la economía de una amplia fuente de recursos (Recuadro 4).

Por su parte, es importante señalar que ante la holgura que aún prevalece en los mercados de bienes y laboral, la expansión del gasto no ha generado presiones inflacionarias de consideración.

En síntesis, en la actividad económica del segundo trimestre de 2004 sobresalen los siguientes aspectos:

(a) La expansión del consumo fue notoria, al respecto destacan: i) las ventas al menudeo aumentaron en el bimestre abril-mayo 3.4 por ciento a tasa anual, alcanzando diecisiete meses consecutivos con tasa positiva; ii) las ventas de las tiendas de la ANTAD registraron un crecimiento anual de 8.8 por ciento, tasa muy cercana a la observada en el primer trimestre (8.6 por ciento); y, iii) las ventas internas al menudeo de vehículos presentaron una mejoría, al incrementarse 11.6 por ciento a tasa anual. Ello fue reflejo, en buena medida, de una mayor adquisición de unidades importadas.

(b) La moderada expansión del gasto de inversión continuó en el segundo trimestre de 2004, luego de que su crecimiento anual resultó de 4.5 por ciento en el primer trimestre. Este avance respondió tanto a incrementos de su componente de construcción, como del de maquinaria y equipo, si bien la mejoría de este último ha tenido altibajos. En abril, la inversión registró un aumento anual de 5.2 por ciento, lo que con datos desestacionalizados implicó seis meses seguidos con variación mensual positiva. En cuanto al gasto en construcción, éste siguió creciendo en el bimestre abril-mayo, al acrecentarse 4.8 por ciento (6.3 y 3.2 por ciento en abril y mayo, respectivamente). Al igual que en el trimestre previo y en 2003, ese comportamiento respondió en buena medida a una mayor construcción de vivienda y de obra pública en infraestructura. Por su parte, en el segundo trimestre las importaciones de bienes de capital presentaron un crecimiento anual de 8.1 por ciento, tasa superior a la de 6 por ciento en el primer trimestre.

(c) La demanda externa mostró un dinamismo significativo en el segundo trimestre de 2004, incluso superior al registrado en el primer trimestre del año. Esta evolución positiva fue notoria tanto en el crecimiento que presentaron las exportaciones no petroleras, como en las cifras de Estados Unidos relativas a sus importaciones de productos mexicanos.

(d) Por el lado de la producción, en el bimestre abril-mayo de 2004 el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) presentó un crecimiento a tasa anual de 3.5 por ciento. Éste se derivó de aumentos de todos sus componentes. Se estima que en junio el crecimiento anual del IGAE haya sido significativo.

(e) La producción industrial y la manufacturera registraron en el bimestre abril-mayo tasas respectivas de crecimiento

anual de 3.0 y 2.9 por ciento, a pesar de que la segunda fue afectada en dicho bimestre por un descenso anual de la producción de vehículos de la industria automotriz.¹⁵ Al cierre de mayo, la producción industrial y la manufacturera habían alcanzado, con datos desestacionalizados, incrementos acumulados de 4.27 y 4.88 por ciento con relación a septiembre del año pasado. Cabe señalar que la producción manufacturera ha mostrado un menor dinamismo que el observado por las exportaciones de ese sector, lo que podría sugerir que el repunte de la producción manufacturera dirigida al mercado interno ha sido modesto (Gráfica 15).

(f) Durante el segundo trimestre del año los indicadores sobre confianza y clima de los negocios mostraron nuevos avances. Así, el Índice de Confianza de los Analistas del Sector Privado superó en 22.7 por ciento a su nivel del segundo trimestre de 2003, mientras que en el caso del Índice de Confianza de las Empresas Manufactureras, el incremento anual fue de 10.1 por ciento. Asimismo, en el segundo trimestre de 2004, el Índice de Confianza del Consumidor alcanzó un aumento anual de 0.3 por ciento. Cabe señalar que el nivel promedio de estos tres índices en el segundo trimestre también fue superior al observado en el primero.

(g) En los meses de abril y mayo de 2004 el nivel promedio de los indicadores adelantados para la economía mexicana elaborados por el Banco de México y por The Conference Board superó al registrado en el primer trimestre del año. Asimismo, sus variaciones a tasa anual permiten anticipar que la recuperación de la actividad económica en México se mantendrá durante los próximos meses del año.

La evolución anterior de la amplia gama de indicadores sugiere que durante el segundo trimestre del año el PIB habría alcanzado un crecimiento anual mayor al del primero. Con datos desestacionalizados, ello implicaría un aumento trimestral significativo. Al interior de la demanda interna, la expansión que experimentó el gasto en consumo privado fue impulsada por los siguientes factores: una mayor disponibilidad de crédito por parte de la banca comercial y de las cadenas comerciales; la continuación de incrementos de las remuneraciones medias reales en diversos sectores de la economía; la mejoría que presentó el empleo, tanto en el sector formal, como en el informal, así como el incremento en el Índice de Confianza del Consumidor. Debe mencionarse también que el monto de remesas familiares recibidas del exterior mostró en el trimestre un importante aumento a tasa anual. Los recursos por este concepto son

destinados por las familias receptoras primordialmente al gasto en consumo.

El mayor ritmo anual que mostró la producción en el segundo trimestre del año, el fortalecimiento que experimentaron las ventas internas en diversos sectores, el importante repunte que presentó la demanda externa y el avance de los distintos indicadores de confianza y de clima de negocios, incentivaron la expansión del gasto en inversión. Asimismo, el sector privado continuó beneficiándose de la mejor posición financiera que ha alcanzado en los últimos años. Ello considerando que ha ampliado el porcentaje de su deuda denominada en moneda nacional y extendido el plazo de sus obligaciones. Esta mejoría en los balances financieros del sector privado ha fortalecido su capacidad para invertir. Lo anterior contribuyó a la recuperación de dicho rubro en el trimestre de referencia.

No obstante, debe reconocerse que un factor que está desalentando una recuperación más robusta de la inversión privada es la falta de avances en la instrumentación de medidas de cambio estructural. En las diversas encuestas que periódicamente recaba el Banco de México entre el sector manufacturero, las empresas con inversión extranjera directa y los analistas económicos, se ha señalado repetidamente que dicho factor representa el principal obstáculo que impide alcanzar mayores niveles de inversión en el país (ver Recuadro 5). De instrumentarse dichas reformas se conseguirían avances de la productividad y en la competitividad de los distintos sectores de actividad económica y se aprovecharía más adecuadamente el entorno internacional favorable.

Durante el segundo trimestre de 2004 se acrecentó de manera significativa el dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios. Ello es atribuible al fortalecimiento de la demanda externa, tanto de los Estados Unidos, como de otros mercados. Así, para el segundo trimestre de 2004 las exportaciones de bienes y servicios alcanzaron tres trimestres consecutivos con variación anual positiva.

Con base en las consideraciones anteriores, se estima que en el segundo trimestre de 2004 el crecimiento anual del PIB haya resultado cercano a 4 por ciento.¹⁶

II.3.7. Balanza de Pagos y Flujos de Capital

Durante el segundo trimestre de 2004 la evolución del sector externo de la economía mexicana se vio influida tanto por factores externos como internos. Entre los primeros

destacó, por un lado, la expansión de la actividad económica mundial, principalmente la de los Estados Unidos. Ello propició un mayor crecimiento de las exportaciones manufactureras las cuales, por su contenido importado, también incentivaron las compras de insumos del exterior; por otro, la gran incertidumbre que prevaleció en el mercado petrolero internacional, aunada al incremento de la demanda por ese energético en respuesta a la mayor actividad económica mundial, condujeron a un elevado precio internacional del crudo y a que se acrecentara el valor de las exportaciones petroleras nacionales. En el escenario interno, el fortalecimiento de la actividad económica nacional se reflejó en un aumento de las importaciones de mercancías. Estas condiciones implicaron que en el segundo trimestre del año los déficit de balanza comercial y de cuenta corriente se redujeran significativamente con respecto a los registrados en el segundo trimestre de 2003.

En el segundo trimestre las exportaciones de mercancías crecieron 17.5 por ciento con relación a su nivel de igual periodo del año pasado. Ello reflejó aumentos de 15.6 por ciento de las exportaciones no petroleras y de 33.5 por ciento de las petroleras. En el lapso analizado las importaciones se expandieron a una tasa anual de 15.8 por ciento, que se originó de incrementos en sus tres componentes. Así, las importaciones de bienes intermedios crecieron 16.1 por ciento, las de bienes de consumo 21.8 por ciento y las de bienes de capital 8.1 por ciento.

Las series desestacionalizadas de comercio exterior muestran que en el segundo trimestre del año tuvo lugar un importante repunte de las exportaciones e importaciones de mercancías. En cuanto a las primeras, ese desempeño reflejó la continuación del avance que habían iniciado desde la segunda mitad del año pasado, sobresaliendo la evolución de las exportaciones no petroleras y, en particular, la de bienes manufacturados. Por el lado de las importaciones, las de bienes intermedios y de consumo siguieron acrecentándose de manera significativa, en tanto que el incremento de las de bienes de capital fue más moderado.

En el bimestre abril-mayo de 2004 las exportaciones de productos mexicanos a los Estados Unidos registraron un dinamismo importante, expandiéndose a una tasa anual de 12.9 por ciento. No obstante, ese aumento resultó más reducido que el de 17.98 por ciento de las exportaciones del conjunto de los otros socios comerciales de ese país. Consecuentemente, la participación de las ventas de productos

mexicanos dentro de las importaciones de Estados Unidos descendió de 11.00 por ciento en el bimestre abril-mayo de 2003, a 10.83 por ciento en igual periodo del año en curso. Dicho resultado se vio influido por el menor ritmo de las exportaciones del sector automotriz.

El debilitamiento de la posición competitiva de México en ese mercado y, en general, en los mercados internacionales, está siendo influida por la postergación de la adopción de las medidas de cambio estructural todavía pendientes (ver Recuadro 5). Como se ha señalado, este hecho ha desincentivado la inversión y la modernización de los procesos productivos, afectando consecuentemente la productividad. Además, esa inmovilidad ha propiciado que no se aproveche en su totalidad el acceso preferencial que, en virtud de los acuerdos comerciales internacionales que se han suscrito, tiene el país en diversos mercados.

El déficit de la balanza comercial sumó en el segundo trimestre 950 millones de dólares. Como ya se mencionó, ese saldo deficitario reflejó tanto el elevado precio internacional del petróleo, como un importante incremento de la demanda externa por productos no petroleros que, conjuntamente, más que compensaron el aumento en las importaciones. El déficit referido resultó inferior al de 1,407 millones observado en el segundo trimestre de 2003. No obstante, cabe señalar que en el segundo trimestre el déficit comercial sin exportaciones petroleras alcanzó 6,644 millones de dólares, cifra que se compara con la de 5,673 millones registrada en el mismo lapso de 2003.

El ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares continuó aumentando en el segundo trimestre del año. En ese periodo, esos recursos sumaron 4,506 millones de dólares, cifra que implicó un incremento de 29.1 por ciento con relación al dato del periodo comparable de 2003. Con lo anterior, en los primeros seis meses del año el flujo referido alcanzó 7,878 millones de dólares, lo que significó un crecimiento anual de 25.9 por ciento. A su vez, lo anterior fue resultado de 24.3 millones de transacciones con un valor promedio de 324 dólares. El monto referido de remesas es equivalente a más de cuatro quintas partes de los ingresos por las exportaciones de petróleo crudo efectuadas en ese periodo.

Los resultados anteriores, aunados a la información parcial disponible de otros rubros, permiten estimar que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos del segundo trimestre de 2004 se haya ubicado en alrededor de 0.5 miles de millones de dólares. Como se ha dicho, ello reflejó

tanto el aumento de las exportaciones petroleras, como el dinamismo de las remesas familiares y la presencia de factores estacionales. Cabe señalar que dicho saldo deficitario fue menor que los observados en igual trimestre de 2003 y en el primer trimestre de 2004. Con lo anterior, el déficit de la cuenta corriente en el primer semestre del presente año sumaría aproximadamente 2.3 miles de millones de dólares.

En el segundo trimestre de 2004, la cuenta de capital de la balanza de pagos (incluyendo errores y omisiones) registró un modesto superávit de 0.6 miles de millones de dólares. Destaca en el periodo un moderado flujo positivo de inversión extranjera, que fue resultado de la combinación de una entrada de recursos por inversión extranjera directa y una salida de inversión de cartera (mercado accionario y de dinero). Por otro lado, en el trimestre objeto de este Informe, el Gobierno Federal efectuó un intercambio de bonos globales en los mercados internacionales. Tal operación implicó la cancelación de pasivos por aproximadamente 3,050 millones de dólares a valor nominal, a cambio de nuevos bonos por 2,870 millones. Con ello se logró, además de una disminución en el saldo total de la deuda externa, mejorar el perfil de vencimientos, generar ahorros en el pago de intereses e incrementar la proporción dentro del total de los Bonos del Gobierno Federal que cuentan con la Cláusula de Acción Colectiva (CAC). Lo anterior responde a la estrategia del Gobierno Federal de reducir el costo de la deuda y mejorar su perfil de vencimientos.

En resumen, la balanza de pagos en el segundo trimestre de 2004 se caracterizó por los siguientes resultados: un reducido déficit en la cuenta corriente de aproximadamente 0.5 miles de millones de dólares; un modesto superávit de 0.6 miles de millones en la cuenta de capital (incluyendo errores y omisiones); y una acumulación pequeña de reservas internacionales por 79 millones de dólares.

II.4. La Política Monetaria durante el Segundo Trimestre de 2004

II.4.1. Acciones de Política Monetaria

El esquema de política monetaria seguido por el Banco de México es uno de objetivos de inflación. Como se ha discutido en ocasiones anteriores, un elemento esencial de este esquema es la identificación del origen de las presiones sobre la inflación. La importancia de lo anterior obedece a que la respuesta de política monetaria depende de

la naturaleza de dichas presiones: si provienen del lado de la oferta, se recomienda acomodar el efecto de una sola vez sobre el nivel de precios, vigilando que no se generen efectos de segundo orden; si, por el contrario, tienen su origen en la demanda, se aconseja reaccionar oportunamente para evitar un aumento generalizado de los precios.

Como se indicó en el Informe sobre la Inflación anterior, durante los primeros meses del año se experimentaron diversas presiones de oferta sobre la inflación que impactaron los precios de algunos genéricos incluidos en el subíndice no subyacente. A su vez, ello propició un incremento en las expectativas de inflación, principalmente de las correspondientes al cierre de 2004 (Gráfica 18). Por tanto, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió restringir la política monetaria, incrementando el "corto" en dos ocasiones: el 20 de febrero lo aumentó de 25 a 29 millones de pesos diarios y el 12 de marzo lo hizo de 29 a 33 millones de pesos.

Los efectos de estas acciones sobre la postura monetaria se pueden apreciar en el "aplanamiento" que registró la curva promedio de rendimientos de enero a marzo y que se muestra en la Gráfica 19a. En particular, la tasa de interés de fondeo bancario se incrementó de manera considerable, cerrando el primer trimestre en niveles alrededor de 140 puntos base por arriba del mínimo registrado a principios del año.

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

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

En virtud del ajuste en las tasas de interés nacionales que ha propiciado el entorno externo, es conveniente elaborar en éste. Como se ha mencionado, la información económica que se dio a conocer a principios de abril en los Estados Unidos y que confirmaba que se consolidaba la recuperación de esa economía, comenzó a generar expectativas

de que la Reserva Federal iniciaría un ciclo de acciones encaminadas a reducir las condiciones existentes de holgura monetaria con mayor intensidad y rapidez que lo anticipado hasta entonces. Este cambio de perspectivas sobre la política de la Reserva Federal modificó de manera considerable el entorno financiero, conduciendo a una elevación de las tasas de interés en los Estados Unidos y a nivel global.

Este nuevo entorno ha tenido efectos considerables sobre la actitud de los inversionistas en los mercados internacionales, ya que ha conducido a una mayor aversión al riesgo y, consecuentemente, a una recomposición de carteras. Como resultado, las economías emergentes han enfrentado incrementos en los niveles y volatilidad de sus diferenciales de tasas de interés y, por tanto, un deterioro en sus condiciones de acceso a financiamiento.

En los siguientes meses, las condiciones en los mercados financieros internacionales dependerán en gran medida de las perspectivas en torno a la velocidad e intensidad del ciclo de acciones por parte de la Reserva Federal. En este contexto, conviene resaltar lo rápido que pueden cambiar las expectativas a ese respecto. Por ejemplo, la publicación en los Estados Unidos de diferentes indicadores económicos correspondientes a junio y que sugerían una posible moderación del crecimiento de la demanda agregada, dio lugar a que las tasas de interés en ese país se redujeran hacia finales del segundo trimestre y de manera más marcada a principios de julio. Posteriormente, a raíz del Comunicado de Prensa del 20 de julio de la Reserva Federal, en donde se hizo un señalamiento ha efecto de que el estímulo monetario se ha tornado cada vez más innecesario, las tasas de interés mostraron un moderado repunte.

En general, puede decirse que actualmente los mercados anticipan que el ritmo con el que la Reserva Federal continuará retirando el estímulo monetario será más pausado que lo previsto a mediados de junio, lo que se puede apreciar de la curva de futuros para la tasa de fondos federales durante las últimas semanas (ver Gráfica 7).

Claramente, al estar la economía de México integrada a los mercados de bienes y de capitales mundiales, no puede sustraerse de las nuevas condiciones monetarias externas, las cuales se transfieren a nuestra economía a través de las diferentes cuentas de la balanza de pagos. Ello ya ha venido sucediendo y durante el segundo trimestre del año se reflejó en incrementos en las tasas de interés a lo largo de

toda la curva de rendimientos y en ciertas presiones a que el tipo de cambio se depreciara (Gráfica 19a y Gráfica 20).

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

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

En este entorno, y en virtud de las diferentes presiones que se han cernido sobre la inflación, el Banco de México ha venido restringiendo la postura monetaria. En particular, en el Comunicado de Prensa del 23 de abril el Instituto Central expresó que ante el incremento que se había presentado en las expectativas de inflación y el alza en las tasas de interés externas, no era deseable que se relajaran las condiciones monetarias internas. Sin embargo, posterior a su publicación, se observó una marcada reducción en la tasa de fondeo, por lo que el 27 de abril la Junta de Gobierno del Banco de México decidió incrementar el "corto" de 33 a 37 millones de pesos diarios. Como resultado de ello, se revirtió la reducción en dicha tasa (Gráfica 19b).¹⁷

Posteriormente, las tasas de interés de fondeo volvieron a ajustarse en dos ocasiones: primeramente, en respuesta a la

primera acción tomada por la Reserva Federal para elevar las tasas de interés de corto plazo en ese país y, la semana previa a la publicación de este Informe, como consecuencia de la acción tomada por el Banco de México para restringir la postura monetaria. Como resultado de estos ajustes, se ha propiciado un nuevo “aplanamiento” de la curva de rendimientos en nuestro país, reflejando el sesgo restrictivo que actualmente caracteriza a la política monetaria. Ello se puede apreciar en la Gráfica 21.

En este contexto, en los siguientes meses el Banco de México se mantendrá atento a fin de tomar las medidas necesarias para coadyuvar al proceso de convergencia de la inflación hacia su meta.

II.5. Agregados Monetarios y Crediticios

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

Durante el segundo trimestre del 2004, la base monetaria creció en promedio a una tasa anual de 13 por ciento, crecimiento inferior en 0.2 y 6.3 puntos porcentuales al observado en el trimestre previo y en el segundo trimestre de 2003, respectivamente.¹⁸ Esto apunta, como se ha señalado en informes previos, a un menor dinamismo en el proceso de remonetización que se originó tras la importante tendencia a la baja que mostraron las tasas de interés en los últimos años (Gráfica 22a).

El incremento de la base monetaria durante abril-junio fue de 11.4 miles de millones de pesos. En dicho lapso, los activos internacionales se contrajeron 1.2 miles de millones de dólares, con lo que su saldo al 30 de junio fue de 60.5 miles de millones de dólares. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México aumentó 24.6 miles de millones de pesos en el segundo trimestre del año.

Al igual que en periodos anteriores, la principal fuente de acumulación de reservas internacionales durante el segundo trimestre fueron las ventas de divisas de PEMEX (2,484 millones de dólares). Cabe señalar que a lo largo del 2004, esta paraestatal ha recurrido a la colocación de deuda en el mercado interno para financiar PIDIREGAS.¹⁹ Ello le ha permitido diversificar sus fuentes de financiamiento, disminuyendo en el margen las colocaciones que tradicionalmente se realizaban en el exterior. En cuanto a los usos de reservas internacionales durante el segundo trimestre, destaca la venta de dólares a través del mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas

internacionales (1,892 millones de dólares) y la adquisición de 1,446 millones de dólares por parte del Gobierno Federal para hacer frente al servicio de su deuda externa. Es oportuno resaltar que el mencionado mecanismo ha permitido atenuar el ritmo de acumulación de las reservas internacionales (Gráfica 22b).

II.5.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

En los últimos meses el ahorro en los mercados financieros internos se ha caracterizado por un mayor dinamismo, lo que ha respondido tanto a elementos coyunturales como estructurales. Respecto a los primeros, destaca la recuperación cíclica de la actividad económica (Gráfica 23a). En cuanto a los estructurales, cabe señalar las diversas reformas en materia financiera adoptadas en los últimos años y el avance hacia una inflación baja y estable, con su consecuente impulso a la profundización financiera. Así, durante los primeros cinco meses del año los agregados monetarios, tanto estrechos como amplios, han mantenido un crecimiento vigoroso (mayor al 7 por ciento real anual) (Gráfica 23b).

El crédito bancario a los hogares ha mantenido su vigor, si bien parte de una base reducida. Así, mientras que el crédito directo al consumo ha registrado nueve meses consecutivos con variaciones reales anuales superiores al 35 por ciento, el destinado a la vivienda ha repuntado en los últimos meses (variación real anual de 6.2 por ciento en mayo).²⁰ Al respecto, el crédito de la banca comercial a los intermediarios financieros no bancarios, agrupado por el tipo de financiamiento que éstos otorgan, representa el 14.2 y 26.8 por ciento del saldo del crédito canalizado por la banca al consumo y a la vivienda, respectivamente.²¹ Así, al considerar tanto el crédito directo de la banca comercial a la vivienda, como el que ésta otorga a las Sofoles inmobiliarias, la recuperación del crédito al sector de los hogares es aún mayor (Gráfica 24b).²²

Por otro lado, aún no se aprecia un incremento importante en el financiamiento total a empresas. Al respecto, destaca que la contracción presentada en el financiamiento bancario en los últimos años ha sido compensada, parcialmente, por la colocación de valores (Gráfica 25a). No obstante, ante el incremento en las tasas de interés en los últimos meses, el ritmo de emisión de instrumentos de deuda interna ha disminuido significativamente. Así, en el segundo trimestre del año sólo se realizaron cinco colocaciones privadas de certificados bursátiles de mediano plazo, por un total de 2 mil millones de pesos, cuando en el primero se

llevaron a cabo 15 emisiones por 12.6 miles de millones de pesos.

III. Perspectivas del Sector Privado para 2004²³

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

En general, durante el segundo trimestre de 2004 la evolución de las expectativas de los analistas del sector privado se caracterizó por los siguientes aspectos: a) una disminución de la inflación esperada para el presente año; b) una importante revisión al alza del pronóstico de crecimiento económico en el año, con su consecuente impacto favorable en el empleo formal; y c) una mejoría de los indicadores de confianza y de clima de negocios.

En lo particular, en los pronósticos de los especialistas sobresale: i) el crecimiento esperado del PIB para el presente año resultó de 3.93 por ciento en junio, cifra superior a la de 3.23 por ciento recabada en la encuesta de marzo (Cuadro 9); ii) el crecimiento previsto en 2004 para el consumo privado se ubicó en junio en 4.01 por ciento, mientras que en marzo pasado había resultado de 3.42 por ciento. Asimismo, en el trimestre se elevó el crecimiento estimado de la inversión privada, de 3.96 a 5.40 por ciento; iii) se calcula que en 2004 se generarán 376 mil empleos formales y la cifra correspondiente para 2005 es de 444 mil puestos de trabajo; iv) las expectativas acerca de las tasas de interés que prevalecerán en el país durante los próximos meses se revisaron de manera moderada al alza; v) el nivel esperado para el tipo de cambio del peso mexicano al cierre de 2004 también se ajustó ligeramente al alza; y, vi) se estiman saldos deficitarios en 2004 y 2005 de las balanzas comercial y de la cuenta corriente significativamente menores a los anticipados en marzo de este año.

En las previsiones de los analistas económicos del sector privado también sobresale una mejoría en el 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. También destaca que los especialistas continúan subrayando la necesidad de avanzar en materia de cambio estructural para inducir mayores niveles de inversión en el país.

III.2. Expectativas sobre la Inflación

Durante el segundo trimestre del año los especialistas del sector privado revisaron a la baja sus expectativas sobre la

inflación general en 2004. Así, el pronóstico para el año resultó de 4.08 por ciento en la encuesta de junio, tasa inferior a la prevista en marzo pasado (4.23 por ciento). En lo referente a la previsión para la inflación subyacente al cierre de año, ésta se ubicó en 3.65 por ciento en la encuesta de junio. Por otra parte, las expectativas de inflación para los próximos doce meses, 2005, 2006 y el promedio en el periodo 2005-2008 fueron de 4.02, 3.78, 3.75 y 3.69 por ciento, respectivamente. Cabe destacar que las expectativas para horizontes más largos todavía se ubican en niveles elevados con relación a la meta establecida de 3 por ciento por el Banco de México.

IV. Balance de Riesgos y Conclusiones

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

(a) Se mantiene la recuperación de la economía de los Estados Unidos en el segundo semestre de 2004 y en 2005, pese a que la última información disponible ha conducido a que diversos analistas revisen ligeramente a la baja su pronóstico de crecimiento. Actualmente, el promedio de dichos pronósticos para 2004 se sitúa en 4.5 por ciento (cifra aún superior a las estimaciones de crecimiento de su PIB potencial). En cuanto a la producción industrial, se prevé una mayor expansión en 2004, la cual pasó de una estimación de 4.9 por ciento a finales del primer trimestre, a 5.3 por ciento actualmente.

(b) El entorno internacional de mayor astringencia monetaria ha conducido a un alza generalizada de las tasas de interés nacionales. No obstante, como ya se comentó, los efectos de este entorno sobre el gasto se han visto atenuados por los amplios recursos provenientes de los ingresos petroleros y las remesas familiares.

(c) Se anticipa un precio promedio de la mezcla mexicana de petróleo para 2004 de entre 28 y 29 dólares por barril.

Con base en estos elementos y en la información más reciente sobre la evolución de la economía mexicana, el ejercicio de pronóstico arroja el siguiente escenario:

Crecimiento Económico: Se incrementa la estimación del crecimiento real del PIB en 2004, para situarse en un intervalo de 3.75 a 4.25 por ciento.

Empleo: Para el presente año se estima una generación de empleos en el sector formal cercana a las 450 mil plazas.

Cuenta Corriente: Se prevé que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se ubique ligeramente por arriba de 1 por ciento del PIB. Esta cifra se ve influida tanto por el entorno de elevados precios internacionales del crudo, como por la magnitud de los flujos de remesas familiares que se han venido registrando.

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

En primer lugar, uno de los principales retos que enfrenta actualmente el combate a la inflación se asocia al alza de las cotizaciones internacionales de diversas materias primas. Este proceso se deriva, en parte, de un posible cambio de precios relativos favorable a dichos bienes a nivel mundial. No obstante, como se comentó en secciones anteriores, existen diferentes razones que permiten suponer que, eventualmente, estas presiones comenzarán a ceder.

En segundo lugar, persisten expectativas cambiantes en cuanto a la magnitud e intensidad del ciclo de acciones por parte de la Reserva Federal. En particular, de volverse más adverso el entorno inflacionario en los Estados Unidos, se podría incrementar la volatilidad en los mercados financieros internacionales y, por tanto, en los nuestros. En este contexto, un reto fundamental para la conducción de la política monetaria es propiciar que el tránsito de la economía a un entorno de mayores tasas de interés resulte ordenado.

Finalmente, a pesar de que aún no se perciben presiones inflacionarias de consideración propias de la fase del ciclo por la que atraviesa la economía mexicana, dichas presiones no pueden descartarse en caso de sostenerse el vigor de la demanda agregada.

Con base en las consideraciones anteriores, el escenario comercial que se anticipa para los distintos subíndices que componen al INPC es el siguiente:

(a) Se espera que en los siguientes meses la inflación subyacente total presente cierta tendencia lateral, para posteriormente retomar de forma gradual su tendencia a la baja. La persistencia que ha mostrado y se espera continúe registrando en los siguientes meses dicha inflación es resultado de dos tendencias contrapuestas, en las cuales se abunda en los siguientes dos incisos.

(b) En primer lugar, la inflación subyacente de las mercancías ha mostrado una tendencia creciente, determinada en gran medida por la evolución de los precios de los alimentos. Ello, como se ha mencionado, se debe fundamentalmente al alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas. Si bien los mercados a futuro anticipan que eventualmente esta influencia comenzará a ceder, es previsible que los precios de los alimentos continúen incrementándose por algún tiempo. Adicionalmente, las presiones sobre los precios de las mercancías (tanto alimentos como otras mercancías) podrían verse intensificadas de incrementarse el traspaso de la depreciación cambiaria a raíz de la fase del ciclo por la que atraviesa la economía.

(c) La evolución de la inflación anual subyacente de los servicios distintos de la vivienda muestra que la economía sigue mostrando una tendencia de largo plazo hacia la reducción de la inflación. No obstante, es importante reiterar la necesidad de que los incrementos salariales en términos reales reflejen los incrementos esperados en la productividad.

(d) Por lo que toca a las perspectivas del subíndice de la vivienda destacan dos tendencias que se contraponen y se equilibran: por un lado, las presiones derivadas del alza en el precio internacional de algunos insumos de la construcción residencial, tales como los productos metálicos; y, por otro, la moderación de las rentas, en respuesta a la mayor oferta de casas-habitación con un acceso creciente al financiamiento. Como resultado de estos factores, se anticipa que este subíndice de precios muestre cierta resistencia a la baja en los siguientes meses.

(e) En lo que se refiere a la inflación no subyacente, la volatilidad de las variaciones de los diferentes subíndices que la componen, así como lo imprevisible de las perturbaciones que la afectan, dificultan una evaluación precisa de sus perspectivas. Sin embargo, deben resaltarse, entre otros, los siguientes factores: i) en los siguientes meses continuarán revirtiéndose, si bien lentamente, los efectos de los choques a los precios de los productos pecuarios provenientes de las restricciones que se impusieron a la importación de productos cárnicos a principios del año; ii) los mercados a futuros sugieren una ligera reversión del alza observada en los precios de los energéticos; y, iii) las frutas y verduras han acumulado seis meses con variaciones mensuales negativas; este inusual fenómeno podría revertirse en el futuro próximo. Con todo, en ausencia de choques de oferta adicionales se anticipa que la inflación no

subyacente anual se reduzca hacia principios del próximo año.

Como se puede apreciar, el entorno inflacionario se ha tornado más adverso, lo cual se ha reflejado en el hecho de que las expectativas de la inflación para los siguientes doce meses se han incrementado en las últimas semanas, mientras que las correspondientes al mediano y largo plazos se mantienen por arriba de la meta.

Por tanto, la Junta de Gobierno del Banco de México ha tomado diversas medidas para incorporar un sesgo restrictivo en la política monetaria. En particular, el Instituto Central ha venido reiterando la necesidad de que las condiciones monetarias internas se vayan restringiendo.

En este contexto, el Banco de México enfrenta retos importantes. Por un lado, debe vigilar que los choques de oferta originados en el exterior, esto es, el alza en los precios de las materias primas y un entorno financiero externo menos favorable, no contaminen las expectativas de inflación. Por otro, debe estar atento para acotar oportunamente las presiones cíclicas, provenientes de la recuperación de la demanda agregada, que pudieren cernirse sobre la inflación.

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

En cuanto al primero, la información más reciente apunta a que la expansión de la demanda agregada en los Estados Unidos se ha desacelerado ligeramente. En este sentido, un factor de riesgo sobre la economía nacional sería que el crecimiento de la economía de nuestro principal socio comercial se debilitara significativamente, lo cual afectaría la demanda por nuestras exportaciones.

Para evaluar las posibles repercusiones de dicho escenario, cabe señalar que una parte muy importante de la reciente expansión económica nacional tiene su origen en factores externos (ver Recuadro 4). Esto refleja el hecho de que, en la actualidad, la reactivación de las fuentes internas de crecimiento es insuficiente. Así, de materializarse este factor de riesgo, las estimaciones de crecimiento y de generación de empleos se verían afectadas.

Esta reflexión es propicia para insistir en que la expansión económica y la creación de empleos contempladas

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

Por otra parte, también podrían materializarse diversos riesgos que pudiesen impactar la inflación. Posiblemente, el más importante sería que se recrudecieran las presiones inflacionarias en los Estados Unidos, propiciando que la Reserva Federal retirara el estímulo monetario con mayor rapidez e intensidad que lo previsto actualmente. Ello implicaría condiciones más inciertas en los mercados financieros internacionales, que pudieran traducirse en una mayor volatilidad en los mercados financieros internos.

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

Notas:

1 Este panorama favorable para la economía de los Estados Unidos prevalece a pesar de que en junio se publicaron diversos datos que sugerían una desaceleración de la actividad productiva; en este sentido, la mayoría de los analistas consideran en que ello se debió a factores atípicos

2 Los precios de las gasolinas en las ciudades fronterizas se ajustan semanalmente de acuerdo a los niveles observados en la población vecina más cercana del otro lado de la frontera. En el interior de la República, dichos precios se mueven de acuerdo a un desliz predeterminado al inicio del año

3 El genérico vivienda propia del INPC se construye considerando tres estratos de ingreso mensual de las familias: hasta tres salarios mínimos, de tres a seis y de más de seis. En el cálculo del primer estrato se utiliza al Índice del Costo de la Construcción Residencial como referencia del costo de vivienda. En el segundo y el tercero el comportamiento de los valores de la vivienda proviene de una muestra de rentas.

4 En adición al efecto de los energéticos, en el caso de la electricidad la elevación de los precios del acero repercutió en una mayor cotización de las tarifas de alto consumo. Esto se debe a que para determinar la tarifa en dicho tramo, la CFE utiliza el INPP de la industria metálica básica de manera ponderada junto con los siguientes índices: INPP de maquinaria y equipo, INPP de otras industrias manufactureras y un índice del costo de los combustibles que calcula la propia CFE.

5 En particular, destacaron los precios del jitomate y del tomate verde por su elevada ponderación en el INPC y por su importante reducción.

6 La variación negativa que registró la inflación en mayo es estacional y se debe fundamentalmente a la disminución de los precios de la electricidad en algunas ciudades del norte del país a consecuencia de la entrada en vigor de las tarifas de temporada cálida..

7 Dos millones de barriles diarios en julio y medio millón adicional en agosto.

8 Al 23 de julio, el WTI y la mezcla mexicana de petróleo registraban cotizaciones de 41.71 y 32.02 dólares por barril, respectivamente.

9 Al 23 de julio, el rendimiento del bono a 10 años era de 4.44 por ciento, que se compara con cifras de 4.58 por ciento para el 30 de junio y 3.83 por ciento a finales de marzo.

10 Se refiere al tipo de cambio del dólar frente a 26 monedas ponderadas por su importancia en el comercio con los Estados Unidos. De finales de junio al 23 de julio, el tipo de cambio efectivo amplió del dólar mostró una depreciación de 0.23 por ciento.

11 De acuerdo con las proyecciones de la Comisión Europea, en el período abril-junio el PIB habría crecido dentro de un intervalo de 1.2 por ciento a 2.8 por ciento a tasa trimestral anualizada.

12 La economía china creció a tasa anual de 9.6 por ciento en el segundo trimestre de 2004, variación similar a la observada en el primer trimestre

13 De finales de junio al 23 de julio, el EMBI+ cayó en 21 puntos base.

14 Cabe señalar que el empleo manufacturero afiliado al IMSS es inferior a las cifras derivadas de la Encuesta Nacional de Empleo (ENE) que levanta el INEGI. Ello sugiere que se ha acrecentado el empleo manufacturero en la economía informal..

15 En mayo la producción industrial creció 2.1 por ciento a tasa anual. Dicha producción se vio influida a la baja por factores atípicos, tales como el contar con un menor número de días laborables que en mayo de 2003 y por festividades que el año pasado habían caído en fin de semana. Asimismo una mayor precipitación pluvial redujo en mayo la demanda de electricidad para riego..

16 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 primer trimestre de 2004. En dicho periodo sobresalió el crecimiento anual de las exportaciones de bienes y servicios (de 10.4 por ciento) y del consumo total (3.2 por ciento). Este último mantuvo su expansión, apoyado particularmente en el dinamismo del consumo privado (3.7 por ciento). En el caso de la formación bruta de capital se observó una mayor consolidación de su crecimiento (a 4.5 por ciento), que reflejó incrementos anuales de la inversión privada (4 por ciento) y pública (7.1 por ciento)..

17 Asimismo, debe resaltarse el hecho de que, a partir de dicha fecha, la volatilidad de la tasa de fondeo se ha reducido significativamente..

18 Variaciones calculadas con base en el promedio de saldos diarios

19 Proyectos de Infraestructura Productiva de Largo Plazo.

20 Se refiere al crédito bancario directo.

21 Cabe señalar, que el financiamiento bancario otorgado a intermediarios financieros distintos de las Sofoles orientadas al consumo y vivienda es muy pequeño..

22 A mayo de 2004 la cartera vigente de las Sofoles Inmobiliarias registró una variación real anual de 28.4 por ciento y representaba el 62.3 por ciento de la cartera vigente total a la vivienda (excluyendo la cartera afecta a programas de reestructura).

23 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 1 Variación Anual del INPC y Contribución de sus Componentes
Por ciento y puntos porcentuales

	Mar-2004/ Mar-2003	Mar-2004/ Mar-2003	Jun-2004/ Jun-2003	Jun-2004/ Jun-2003
	Variación	Contribución ^{3/}	Variación	Contribución ^{3/}
INPC	4.23	4.23	4.37	4.37
Subyacente	3.52	2.42	3.64	2.52
Mercancías	2.78	1.00	3.26	1.18
Alimentos	5.12	0.74	5.83	0.65
Otras mercancías	1.20	0.26	1.52	0.33
Servicios	4.35	1.41	4.07	1.33
Vivienda	4.00	0.71	4.13	0.74
Otros servicios	4.79	0.70	3.98	0.59
No Subyacente	5.78	1.82	5.99	1.85
Agropecuarios	6.46	0.54	3.24	0.26
Frutas y Verduras	-2.15	-0.07	-7.60	-0.25
Jitomate	-15.66	-0.07	-17.32	-0.08
Tomate verde	105.85	0.10	-19.60	-0.02
Resto ^{1/}	-3.66	-0.11	-5.49	-0.15
Resto de Agropecuarios	12.50	0.61	10.55	0.51
Huevo	32.90	0.19	13.01	0.08
Resto ^{2/}	9.70	0.42	10.20	0.44
Educación	8.20	0.45	6.45	0.47
Administrados y Concertados	4.71	0.83	6.51	1.12
Administrados	5.16	0.44	6.35	0.67
Gasolina bajo octanaje	3.11	0.10	6.68	0.21
Gasolina alto octanaje	4.95	0.02	6.26	0.04
Electricidad	6.50	0.18	8.86	0.21
Gas LP	6.46	0.13	10.25	0.22
Concertados	4.29	0.39	4.92	0.45

1/ Incluye el resto de frutas y verduras.

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

3/ La suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

Cuadro 2 Inflación Mensual Observada y Esperada
Por ciento

Mes	2003			2004		
	Observada		Esperada ^{1/}	Observada		Esperada ^{1/}
	Subyacente	INPC	INPC	Subyacente	INPC	INPC
Abril	0.36	0.17	0.36	0.36	0.15	0.23
Mayo	0.30	-0.32	0.24	0.25	-0.25	0.08
Junio	0.12	0.08	0.29	0.29	0.16	0.18

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.

Cuadro 3

Pronósticos para el 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 primer trimestre		Información más reciente	
	II-2004 ^{1/}	2004 ^{2/}	II-2004 ^{1/}	2004 ^{2/}
Consensus Forecasts ^{3/}	4.4	4.6	4.4	4.5
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	4.3	4.7	4.1	4.5
	Producción Industrial			
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	6.0	4.9	6.8	5.3

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

2/ Variación anual en por ciento.

3/ Consensus Forecasts del 8 de marzo, del 14 de junio de 2004 para el pronóstico trimestral y del 12 de julio de 2004 para el pronóstico anual.

4/ Blue Chip Economic Indicators del 10 de marzo y del 10 de julio de 2004.

Cuadro 4

Pronósticos para el Crecimiento del PIB durante 2004

Variación anual y trimestral anualizada en por ciento

	Al finalizar el primer trimestre		Información más reciente	
	II-2004 ^{1/}	2004 ^{2/}	II-2004 ^{1/}	2004 ^{2/}
	Canadá	2.0	2.8	3.6
Eurozona	2.0	1.7	1.6	1.7
Japón	1.2	2.8	1.2	4.2
Reino Unido	2.8	3.1	2.8	3.2

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

2/ Variación anual en por ciento.

Fuente: Consensus Forecasts del 8 de marzo de 2004, 14 de junio de 2004 y 12 de julio de 2004. La variación trimestral anualizada se calcula a partir del pronóstico de variación anual para cada trimestre que se reporta en las publicaciones del 8 de marzo de 2004 y 14 de junio de 2004.

Cuadro 5 **Salario Contractual por Sector y por Tipo de Empresa**
Variación anual en por ciento

	2003					2004							
	I	II	III	IV	Promedio Ene-Dic ^{1/}	Ene	Feb	Mar	Promedio Ene-Mar ^{1/}	Abr	May	Jun	Promedio Abr-Jun ^{1/}
Total	5.1	5.1	4.8	4.2	4.7	4.6	4.5	4.4	4.5	4.3	4.4	5.1	4.5
Empresas Públicas	4.3	4.3	4.3	4.0	4.1	3.8	3.5	4.0	3.9	4.0	3.4	4.0	3.9
Empresas Privadas	5.2	5.4	5.2	4.6	5.2	4.9	4.6	4.5	4.6	4.5	4.5	5.1	4.6
Manufacturas	5.3	5.5	4.7	4.5	5.0	4.6	4.4	4.6	4.5	4.6	4.7	5.0	4.7
Otros Sectores	4.9	5.0	4.8	4.2	4.6	4.6	4.6	4.2	4.5	4.3	4.0	5.2	4.4

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

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

Cuadro 6 **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
2003									
Ene-Abr	1.9	0.9	-1.1	-0.3	-0.3	0.0	1.5	4.3	2.7
Ene-Dic	1.8	1.2	-0.9	-0.1	0.0	0.0	5.6	3.0	-2.3
2004									
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	6.4	1.3	-4.8	2.7	1.6	-1.0	9.0	2.1	-6.3
Ene-Abr	6.5	1.2	-4.8	3.6	2.1	-1.4	9.4	1.3	-7.4

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

Cuadro 7 Importaciones de los Estados Unidos
Por ciento

	Participación				Variaciones Porcentuales Anuales: Abril-Mayo 2004				
	2002	2003	Abr-May 2003	Abr-May 2004	Total	Petróleo	Total sin Petróleo	Automotriz	Total sin Petróleo y sin Automotriz
Total	100.00	100.00	100.00	100.00	14.70	26.55	13.71	9.33	14.73
Total s/México	88.41	89.04	86.70	89.17	17.98	25.58	17.35	10.68	18.77
1. Canadá	18.00	17.80	18.03	18.09	15.12	16.63	15.02	11.75	16.43
2. China	10.78	12.10	11.37	12.58	26.98	-25.30	27.01	--	27.01
3. México	11.59	10.96	11.00	10.83	12.90	32.94	10.86	3.58	14.45
4. Japón	10.46	9.37	9.44	8.90	8.10	--	8.10	4.50	10.45
5. Alemania	5.38	5.40	5.74	5.54	10.70	--	10.70	6.89	13.02
6. Reino Unido	3.51	3.39	3.44	3.42	14.19	--	5.22	7.88	4.69
7. Corea	3.06	2.94	2.96	3.26	26.30	--	26.30	26.50	26.23
8. Taiwan	2.77	2.51	2.50	2.40	9.98	--	9.98	12.27	9.85
9. Francia	2.43	2.32	2.26	2.06	4.41	--	4.41	--	4.41
10. Malasia	2.07	2.02	1.96	1.86	9.24	--	10.05	--	10.05
Suma de 10 países	70.05	68.81	68.65	69.05	14.69	38.19	13.64	8.05	15.20

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

Cuadro 8 Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
Millones

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

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

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

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

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

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

Cuadro 9 Expectativas del Sector Privado: Marzo y Junio de 2004^{1/}

	Mar. 2004	Jun. 2004		Mar. 2004	Jun. 2004
Crecimiento del PIB Real en México			Tipo de Cambio (Pesos por dólar, cierre del año)		
2004	3.23%	3.93%	2004 Encuesta Banxico	11.43	11.59
2005	3.70%	3.82%	Futuros ^{2/}	11.53	11.74
Déficit Comercial (Millones de dólares)			Mezcla Mexicana de Petróleo (Dólares por barril en promedio)		
2004	8,018	6,580	2004 Encuesta Banxico	23.52	27.75
Déficit de la Cuenta Corriente (Millones de dólares)			Incrementos Salariales		
2004	12,897	11,215	Para Mayo 2004	4.54%	n.d.
Inversión Extranjera Directa (Millones de dólares)			Índice de Confianza y de Clima de los Negocios		
2004	13,626	15,115	Para Junio 2004	n.d.	4.30%*
2005	13,725	13,613	1998=100**	152.3	154.2
Crecimiento del PIB Real y de la Producción Industrial en los EUA Durante 2004 y 2005					
Crecimiento del PIB en 2004			Crecimiento del PIB en 2005		
Encuesta Banxico	4.46%	4.57%	Encuesta Banxico	3.73%	3.68%
Consensus Forecasts ^{3/}	4.6%	4.7%	Consensus Forecasts ^{3/}	3.7%	3.8%
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	4.7%	4.7%	Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	3.8%	3.7%
Producción Industrial en 2004			Producción Industrial en 2005		
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	4.9%	5.0%	Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	4.9%	5.1%

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 31 de marzo y al 5 de julio de 2004.

3/ Consensus Forecasts del 8 de marzo y del 14 de junio de 2004.

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

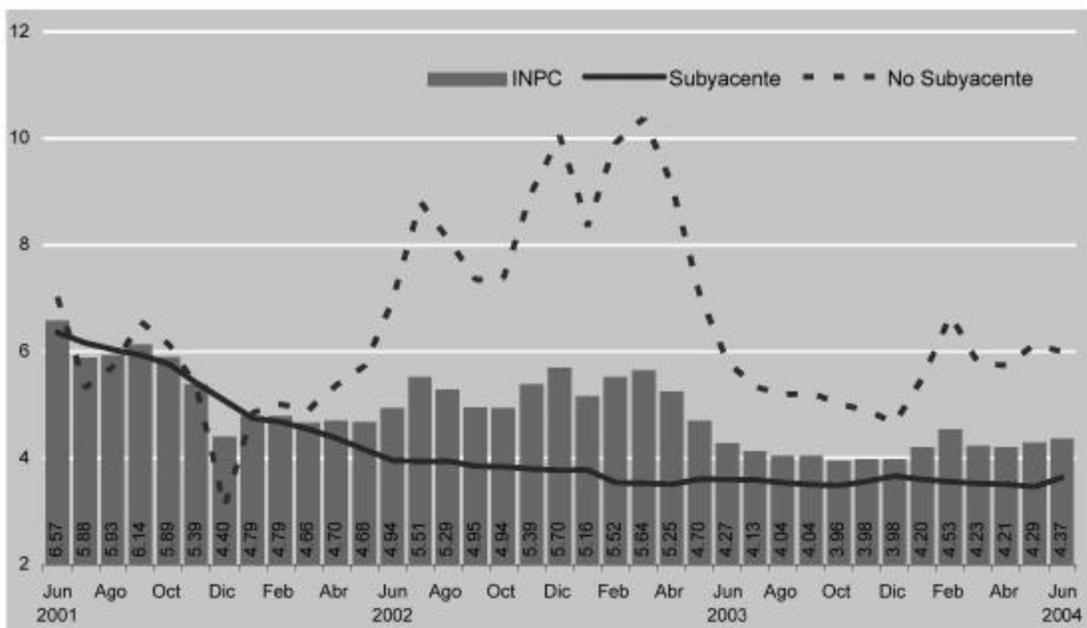
*/ Información correspondiente a la encuesta de mayo de 2004.

**/ Nivel promedio en el primero y segundo trimestres.

Gráfica 1

Índice Nacional de Precios al Consumidor, Índices de Precios Subyacente y No Subyacente

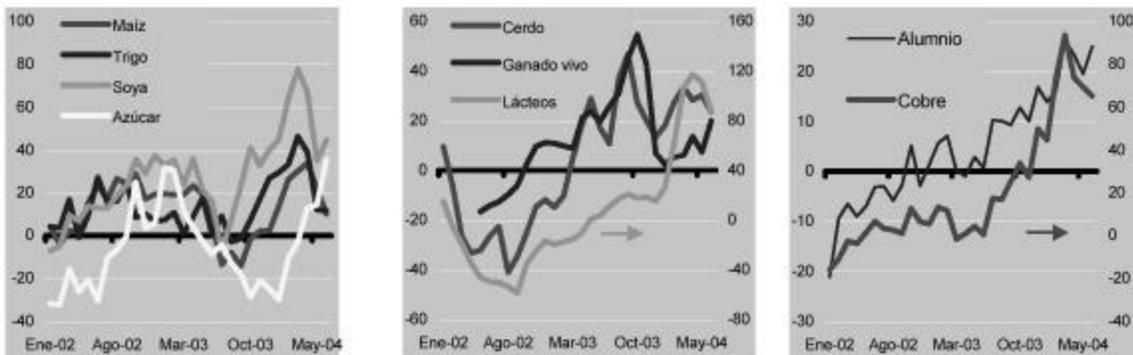
Variación anual en por ciento



Gráfica 2

Precio Internacional de Algunas Materias Primas

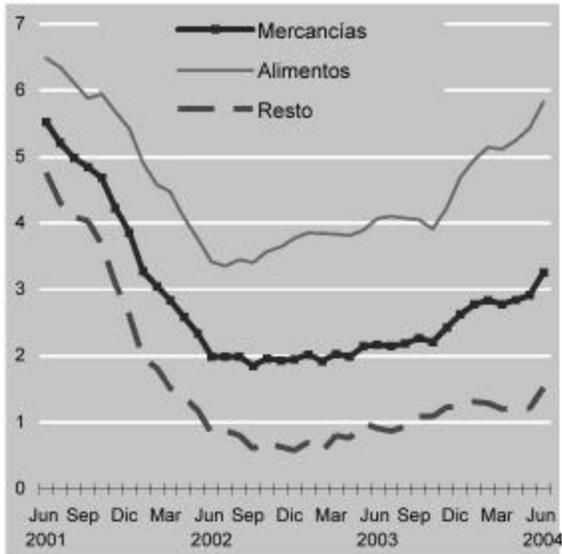
Variación anual en por ciento



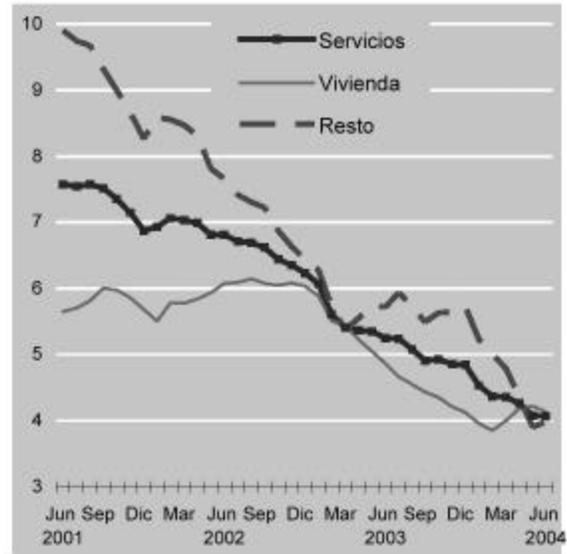
Fuentes: United States Department of Agriculture (USDA), International Coffee Organization, Coffee, Sugar, and Cocoa Exchange (CSCE) y Metal Bulletin.

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

a) Mercancías

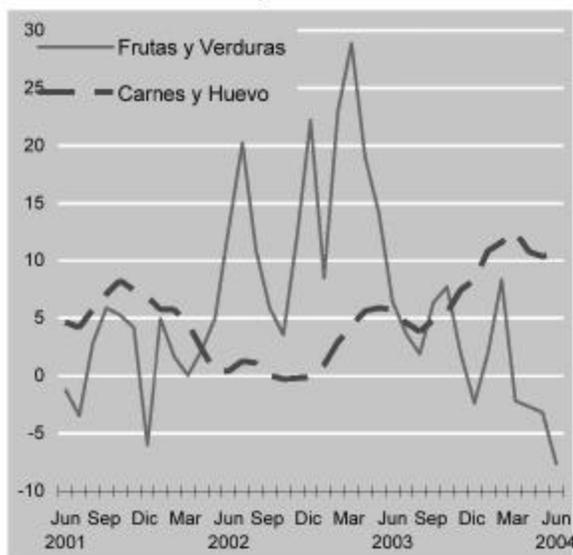


b) Servicios

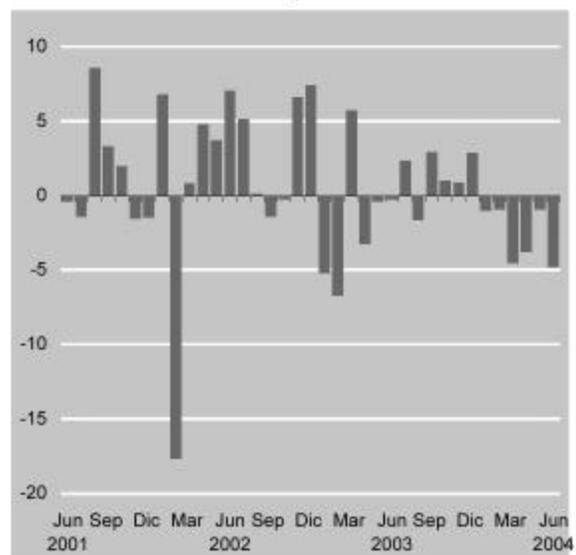


Gráfica 4 Índice de Precios de Productos Agropecuarios en México

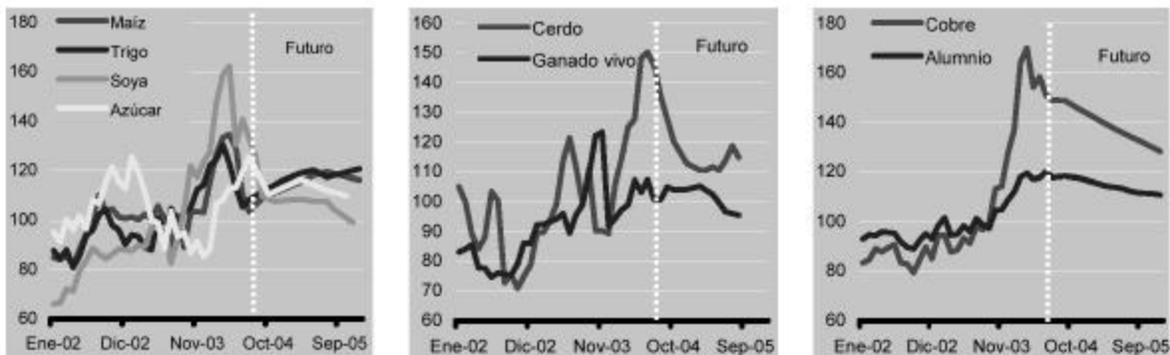
a) Productos Agropecuarios
Variación anual en por ciento



b) Frutas y Verduras
Variación mensual en por ciento



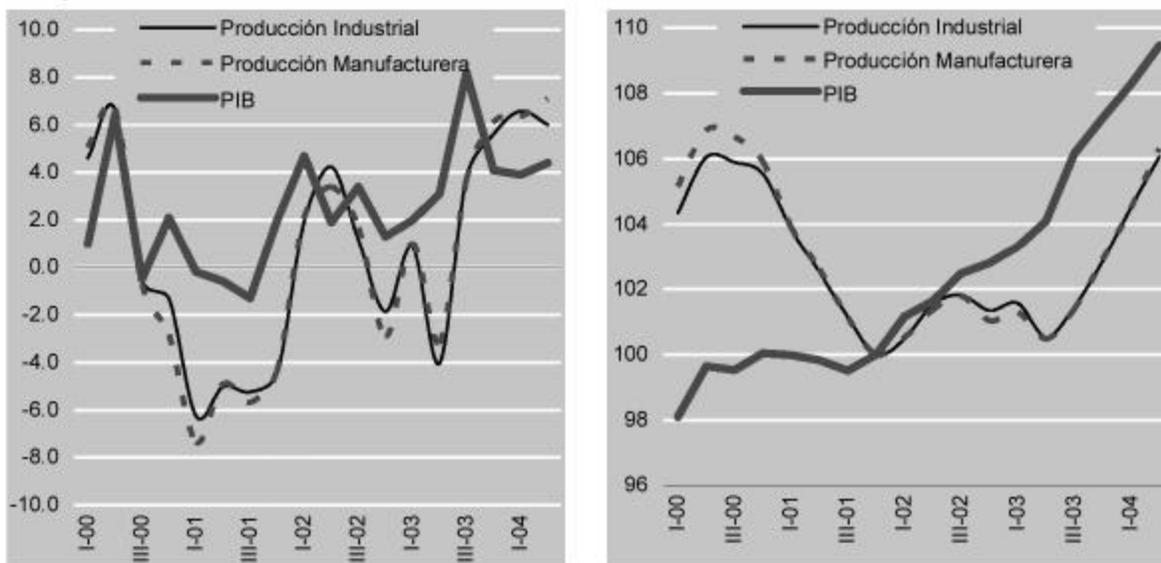
Gráfica 5 Precios Internacionales de Contado y a Futuro de Algunas Materias Primas ^{1/}
Índices 2003=100



^{1/} A partir de Julio de 2004 se presenta el precio a futuro.
Fuentes: para los precios de contado, United States Department of Agriculture (USDA), International Coffee Organization, Coffee, Sugar, and Cocoa Exchange (CSCE) y Metal Bulletin. Para los precios futuros, Chicago Board of Trade (CBT), Chicago Mercantile Exchange (CME), Coffee, Sugar, and Cocoa Exchange (CSCE) y Commodity Exchange (COMEX).

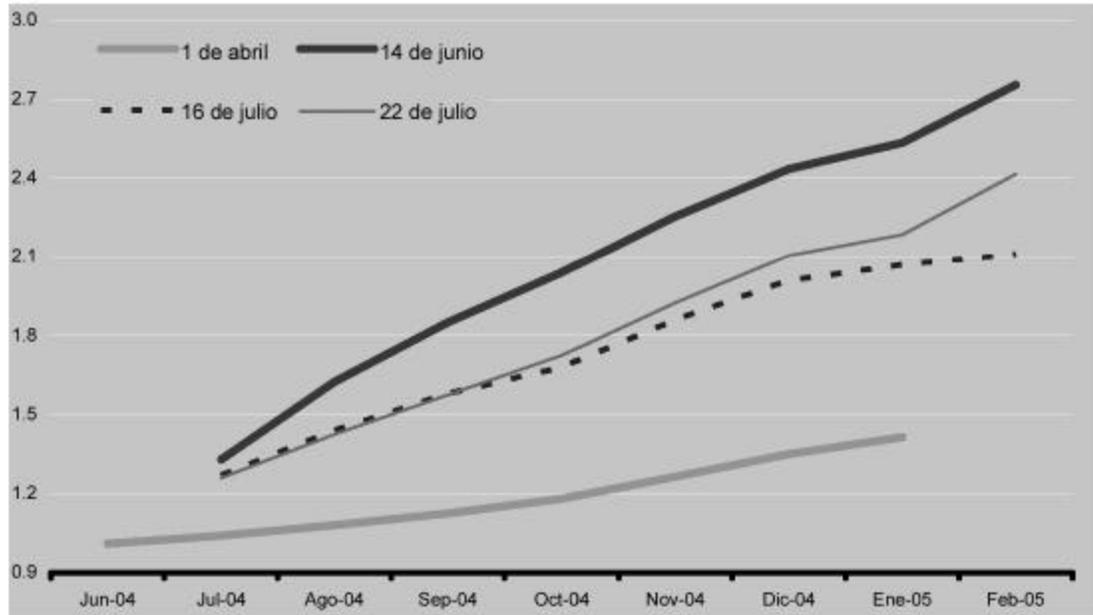
Gráfica 6 EUA: PIB y Producción Industrial

a) Variación trimestral anualizada, cifras con ajuste estacional b) Índice 2001-IV = 100, cifras con ajuste estacional



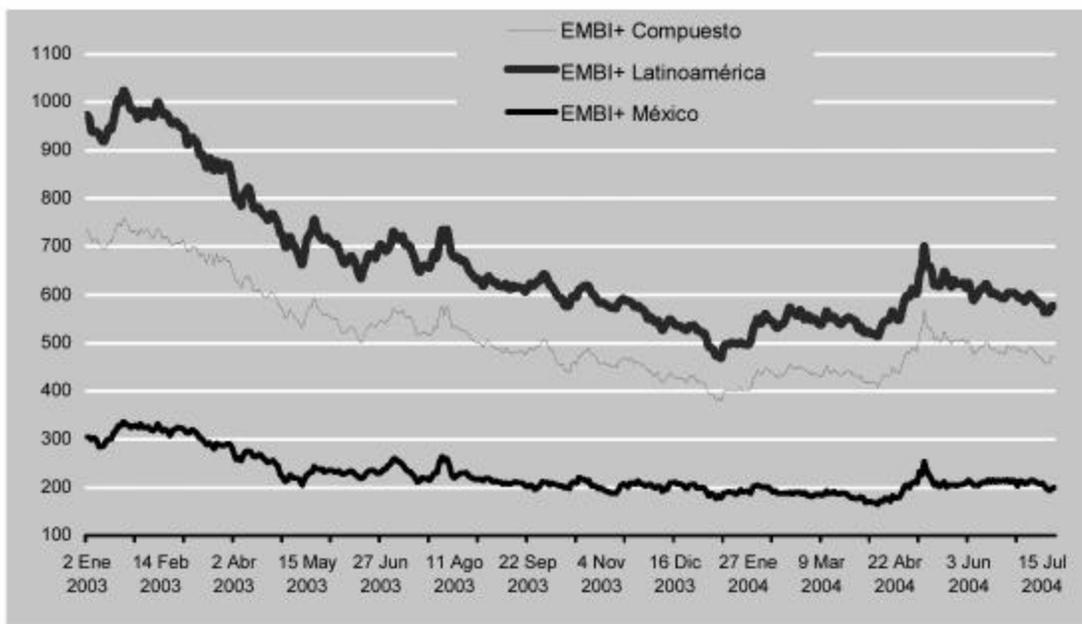
Fuente: BEA y Federal Reserve Bank.

Gráfica 7 Curva de Futuros para la Tasa de Fondos Federales en los Estados Unidos
Por ciento anual



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 8 Márgenes Soberanos de Deuda de Países Emergentes y de América Latina
Puntos base



Fuente: J.P. Morgan

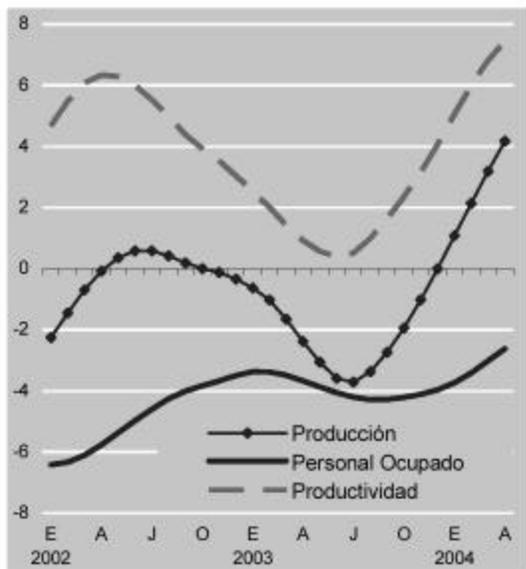
Gráfica 9 Salarios Contractuales e Inflación
Cifras en por ciento



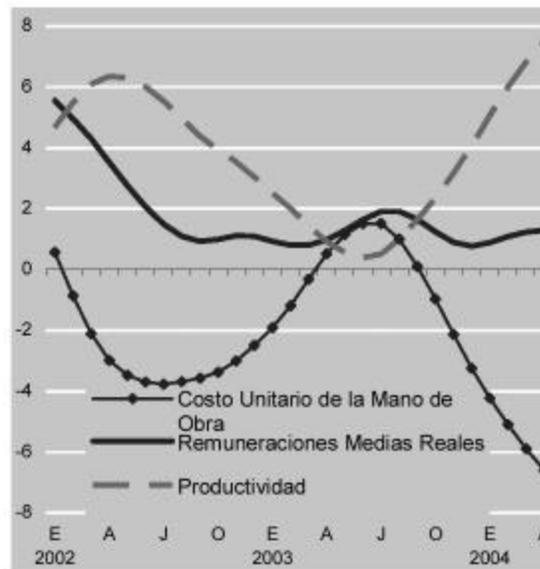
Fuente: Secretaría del Trabajo y Previsión Social y Banco de México.

Gráfica 10 Industria Manufacturera no Maquiladora
Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO
Variación anual en por ciento

Tendencia



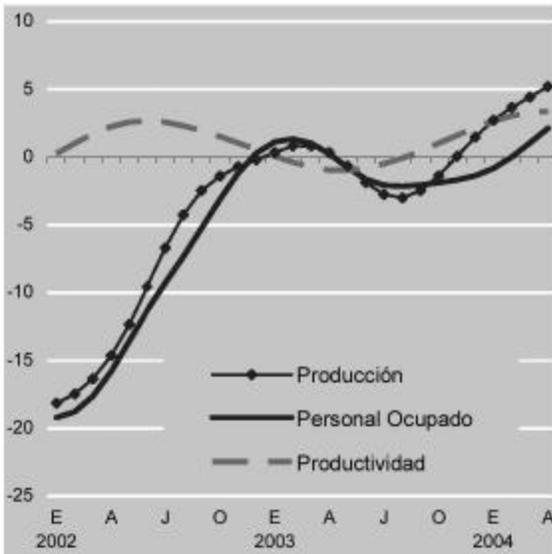
Tendencia



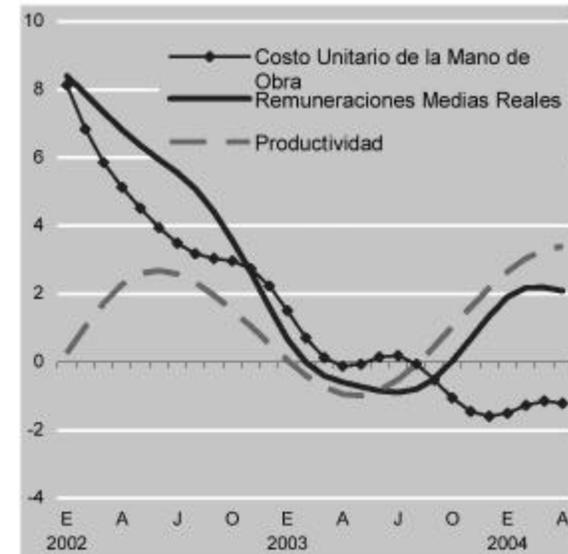
Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de INEGI.

Gráfica 11 **Industria Maquiladora**
Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO
Variación anual en por ciento

Tendencia



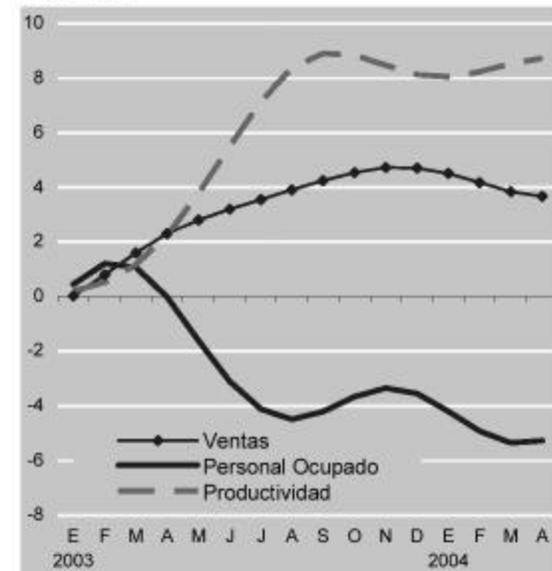
Tendencia



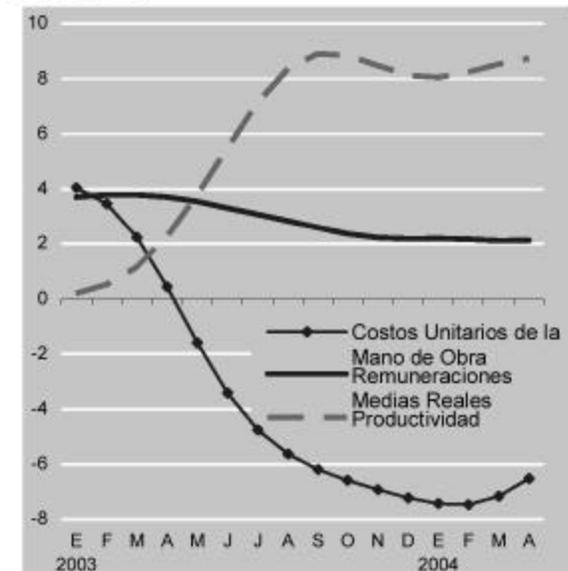
Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de INEGI.

Gráfica 12 **Sector Comercio al Menudeo**
Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO
Variación anual en por ciento

Tendencia



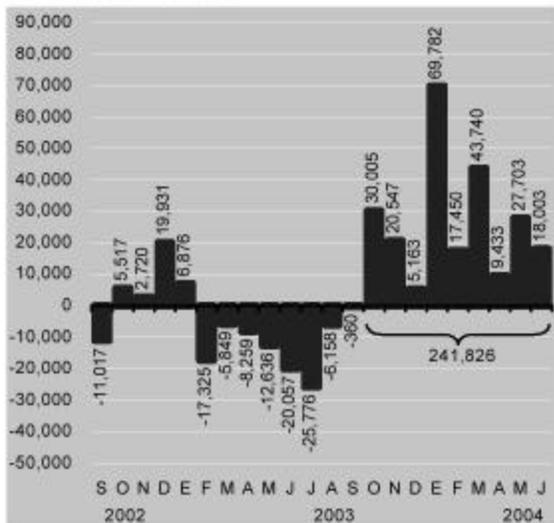
Tendencia



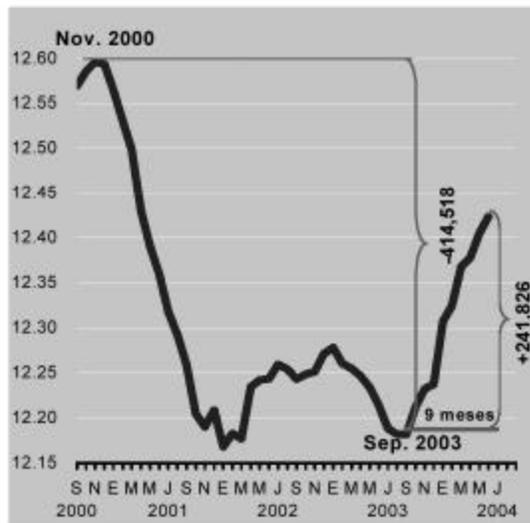
Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de INEGI.

Gráfica 13 **Trabajadores Asegurados: Permanentes y Eventuales Urbanos.**
 Datos desestacionalizados

a) Número de Trabajadores Asegurados en el IMSS
 Variación mensual

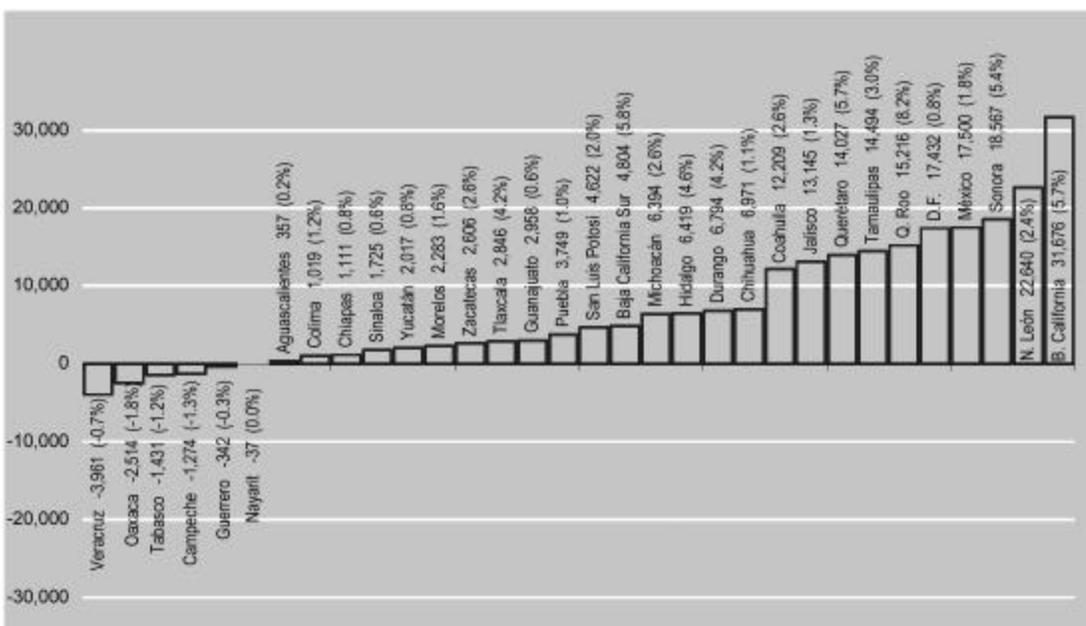


b) Millones de Trabajadores Asegurados



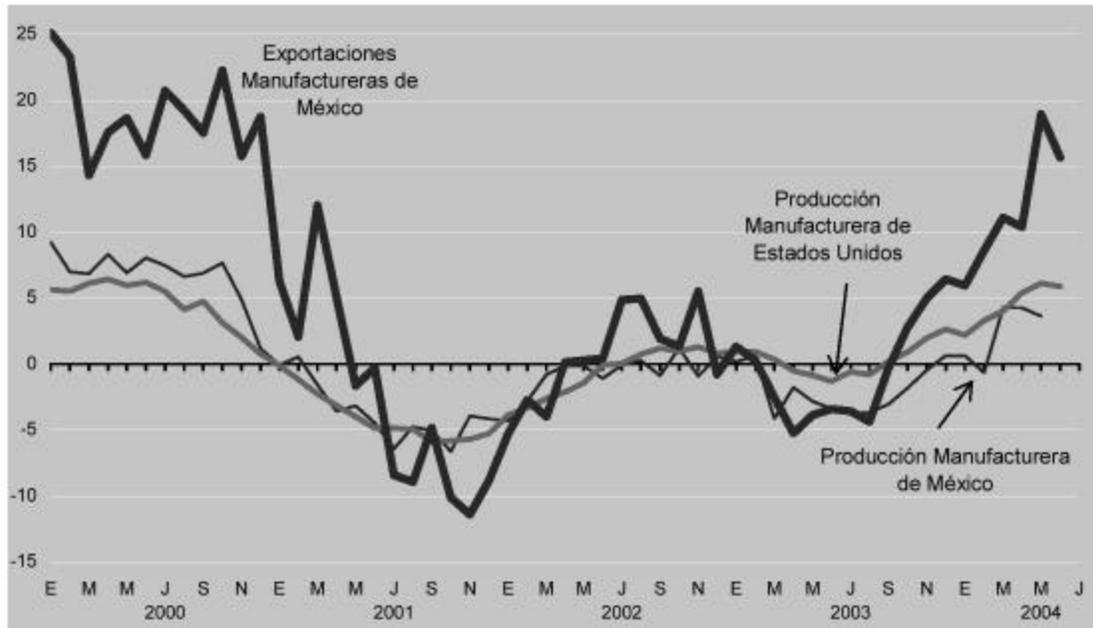
Fuente: IMSS y desestacionalización efectuada por el Banco de México.

Gráfica 14 **Trabajadores Asegurados a Nivel Estatal**
 Variación absoluta y porcentual de diciembre de 2003 a junio de 2004



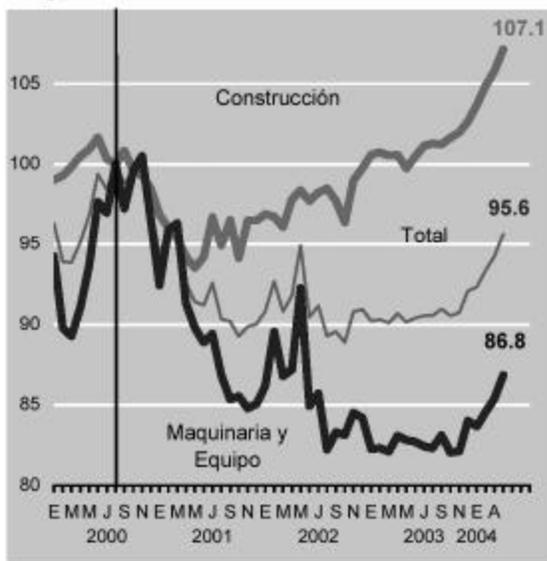
Fuente: IMSS

Gráfica 15 Producción Manufacturera: México y Estados Unidos
Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados

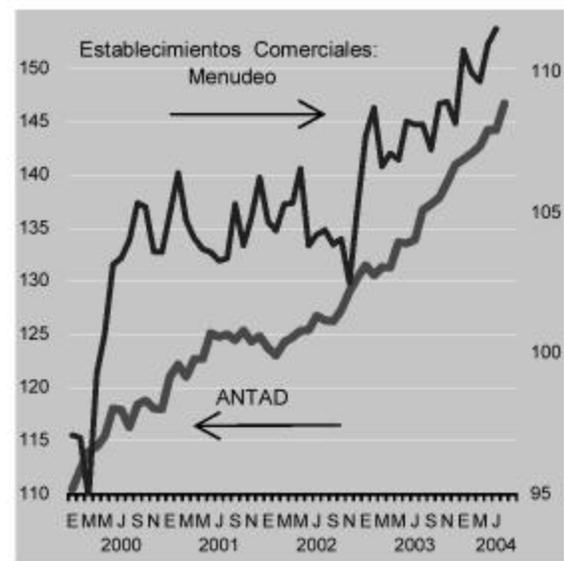


Gráfica 16 Indicadores de Inversión y de Gasto de Consumo
Datos desestacionalizados

a) Inversión Fija Bruta
Agosto de 2000=100



b) Ventas en Establecimientos Comerciales
1994=100



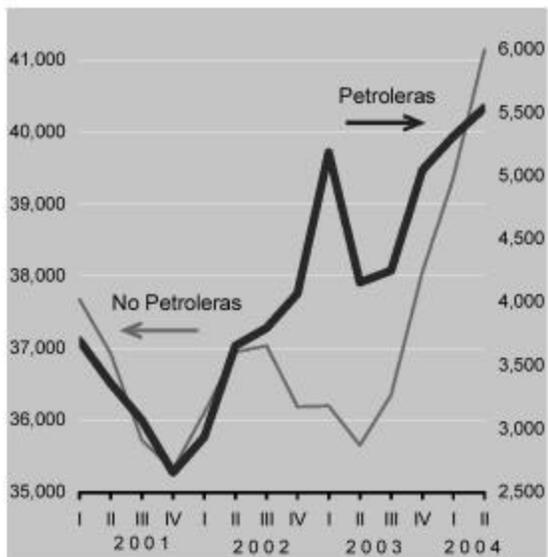
Fuente: INEGI y ANTAD. Desestacionalización efectuada por Banco de México.

Gráfica 17

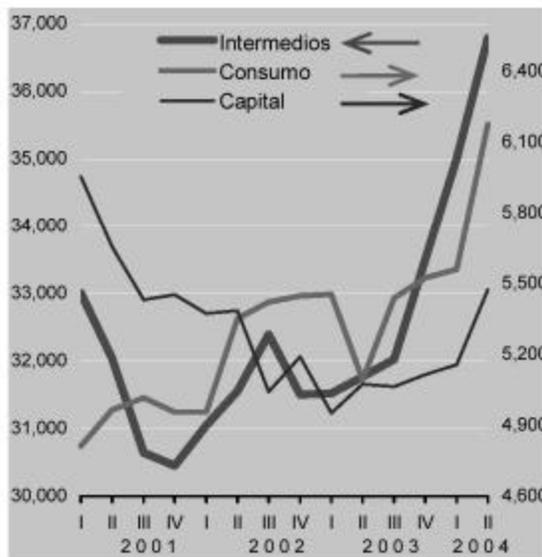
Comercio Exterior

Series desestacionalizadas, millones de dólares

a) Exportaciones



b) Importaciones



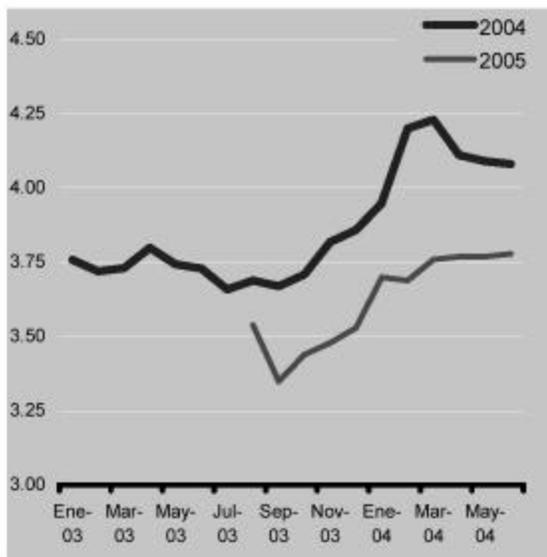
Fuente: Banco de México

Gráfica 18

Expectativas de Inflación: Encuesta Banco de México

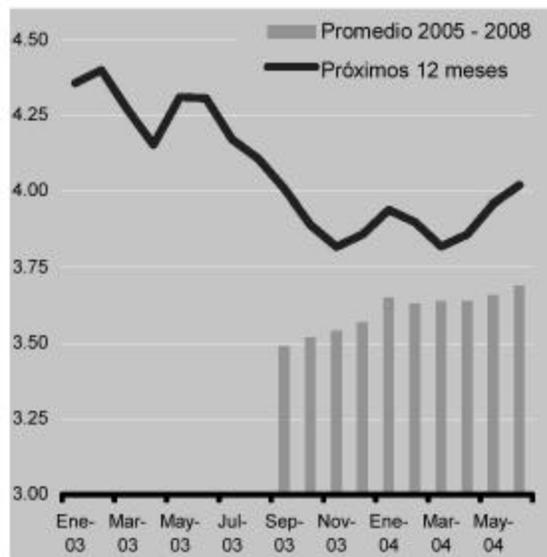
a) Expectativas de Inflación para 2004 y 2005

Por ciento anual



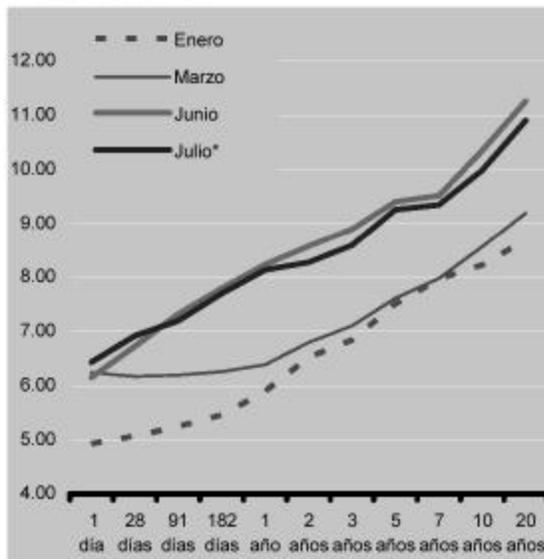
b) Expectativas de Inflación para los próximos 12 meses y promedio para 2005-2008

Por ciento anual



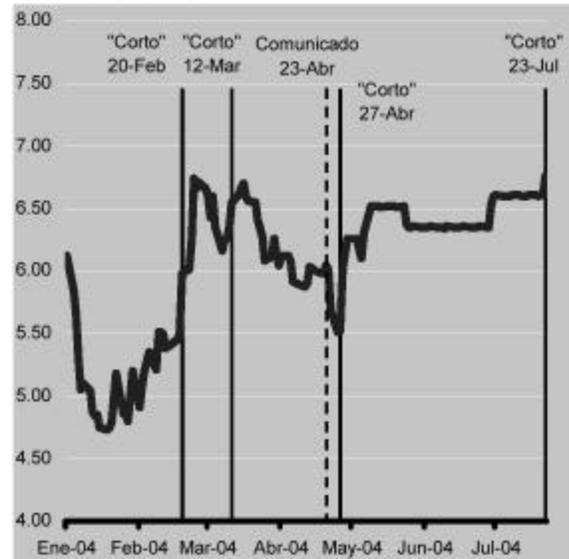
Gráfica 19 Tasas de Interés en México

a) Curva de Rendimiento Promedio Mensual Por ciento anual



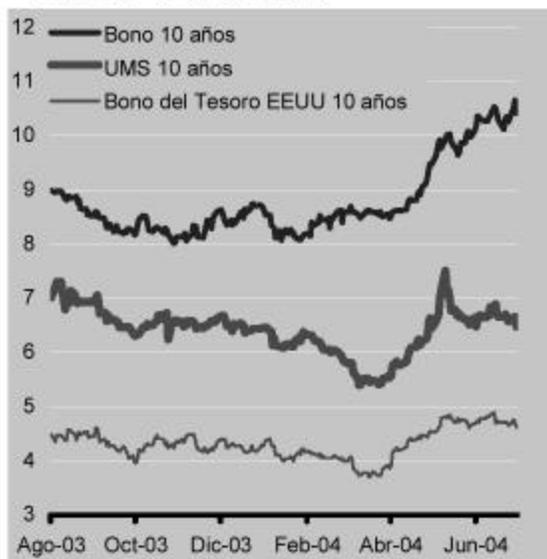
* Información al 23 de julio.

b) Fondo Bancario Por ciento anual

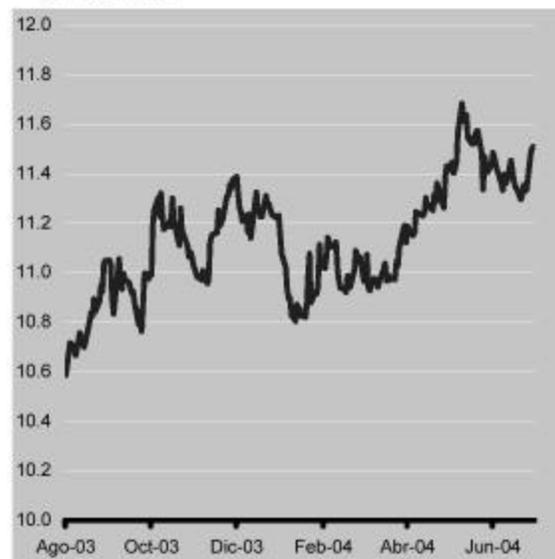


Gráfica 20 Tasas de Interés de Valores Gubernamentales y Tipo de Cambio

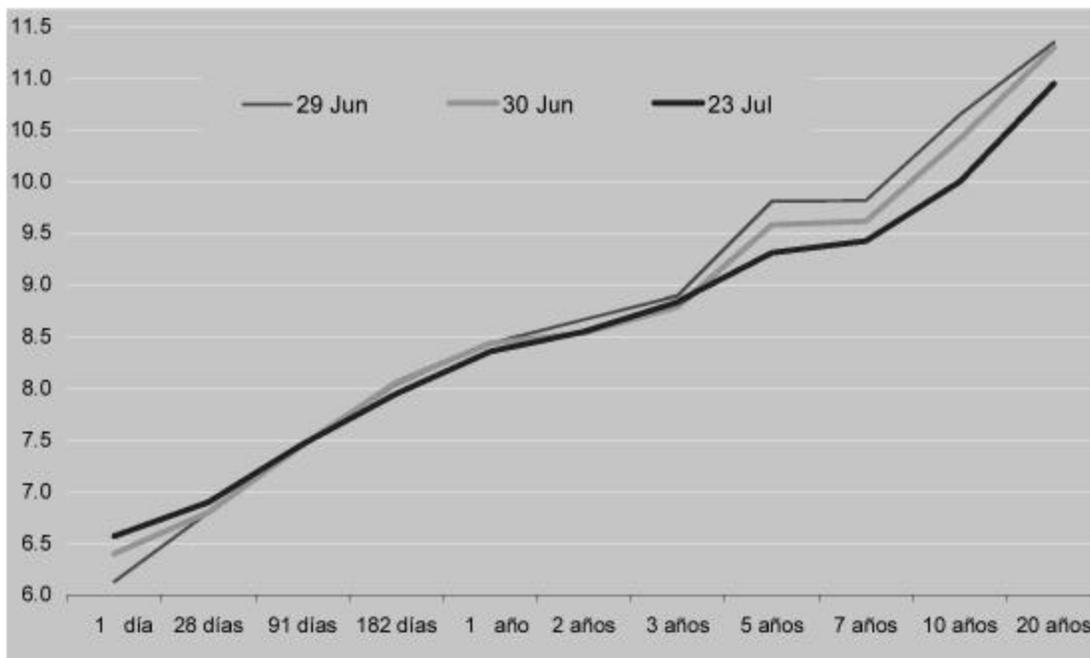
a) Tasas de Interés en México y en Estados Unidos. Por ciento anual



b) Tipo de Cambio Peso/Dólar

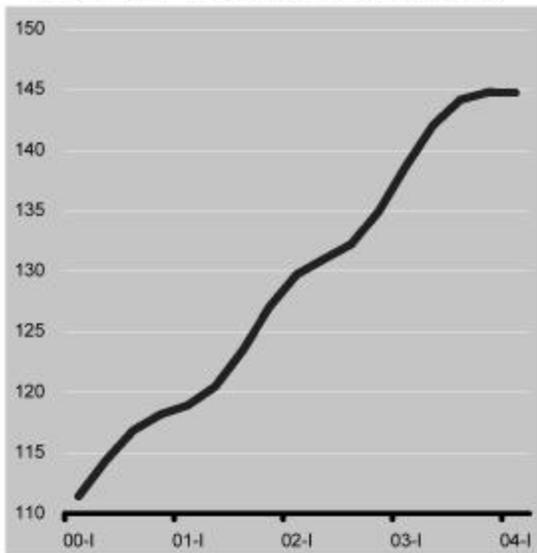


Gráfica 21 **Curva de Rendimiento**
Por ciento anual

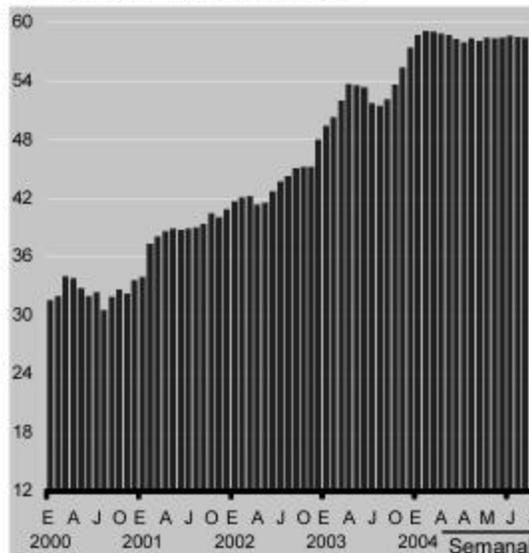


Gráfica 22 **Base Monetaria y Reservas Internacionales**

a) Base Monetaria como proporción del PIB
Índice 1997=100 de series de tendencia

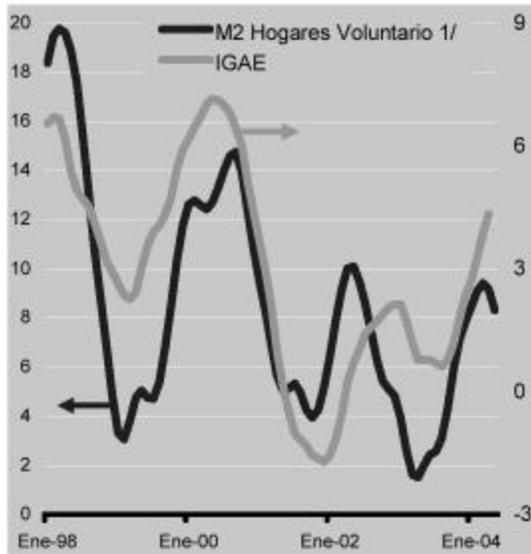


b) Reserva Internacional
Miles de millones de dólares

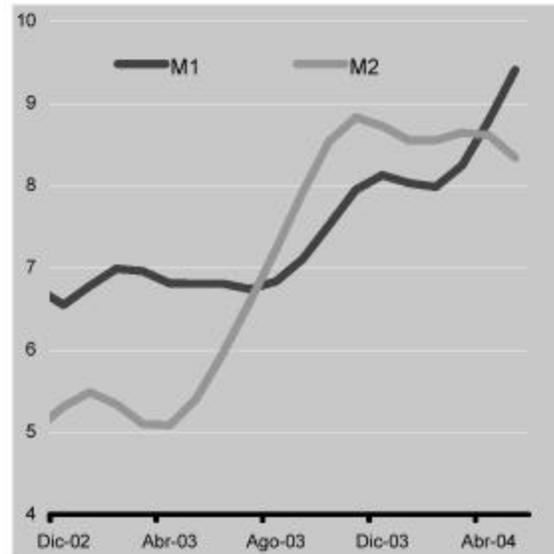


Gráfica 23 Agregados Monetarios

a) Variación real anual en por ciento de series de tendencia



b) Variación real anual en por ciento de series de tendencia



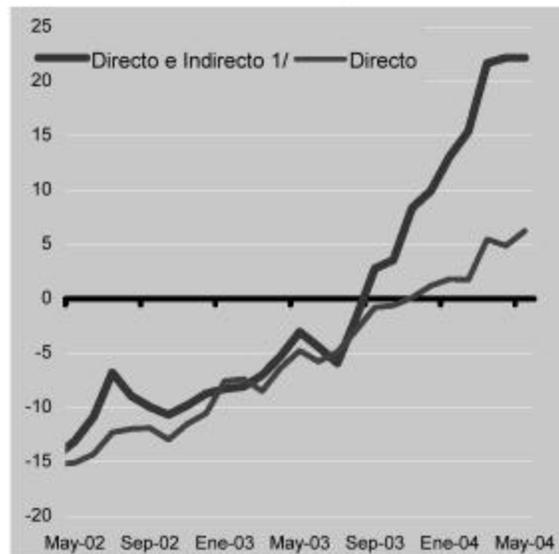
1/ Incluye billetes y monedas en poder del público, captación, valores públicos y privados en poder de particulares (M2 hogares), menos los recursos del SAR.

Gráfica 24 Crédito Bancario a Hogares

a) Crédito al Consumo
Variación real anual en por ciento



b) Crédito a la Vivienda
Variación real anual en por ciento

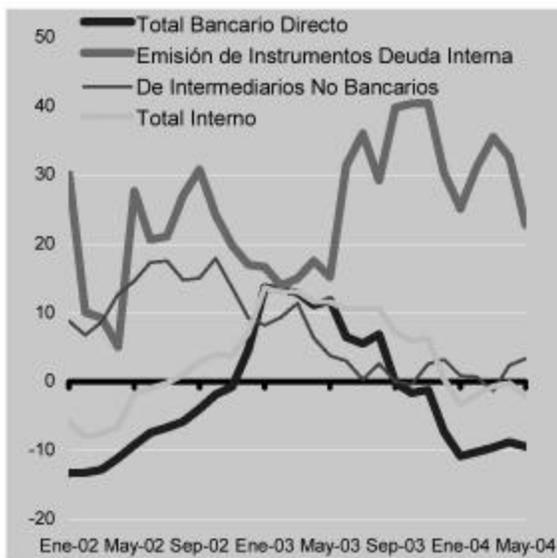


1/ El total de financiamiento se refiere al crédito directo (sin incluir programas de reestructura) que otorga la banca comercial tanto a la vivienda y al consumo como a las Sofoles inmobiliarias y de consumo.

Gráfica 25 Financiamiento Interno a Empresas

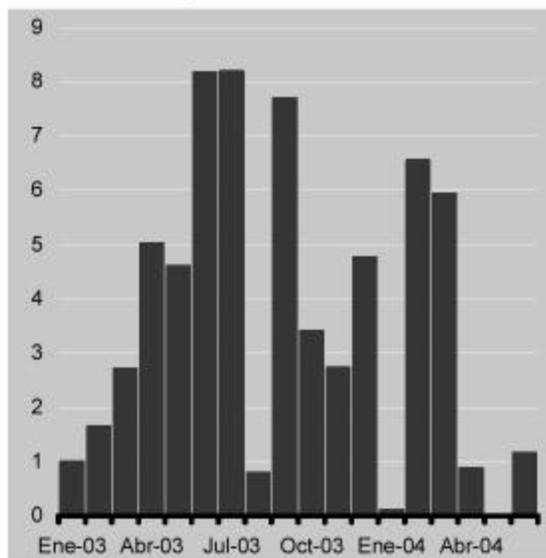
a) Financiamiento Interno a Empresas

Variación real anual en por ciento



b) Certificados Bursátiles Privados de Mediano Plazo

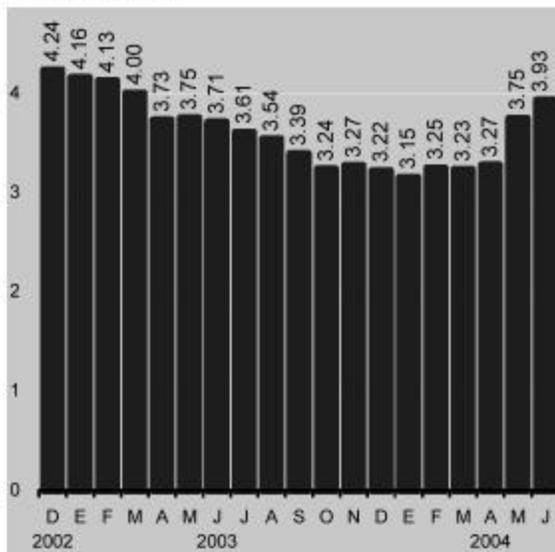
Monto emitido durante el mes en miles de millones de pesos



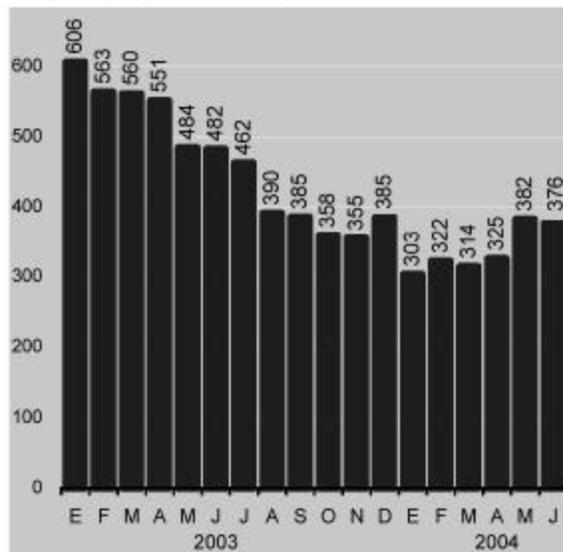
Gráfica 26

Expectativas de los Consultores sobre el Crecimiento del PIB y del Número de Trabajadores Asegurados en el IMSS en 2004

a) Crecimiento Real del PIB Por ciento



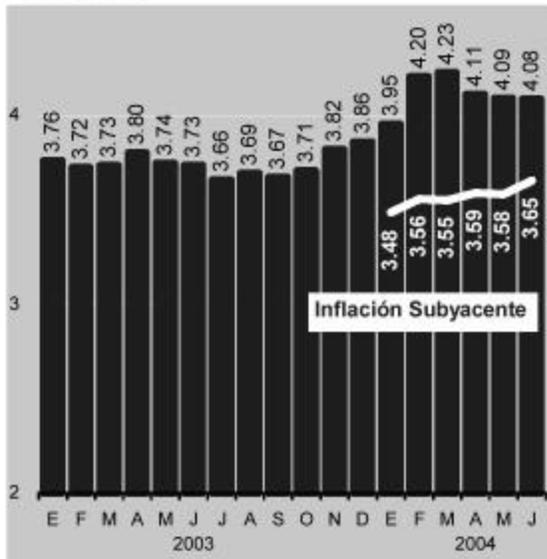
b) Incremento en el Número de Asegurados Miles de trabajadores



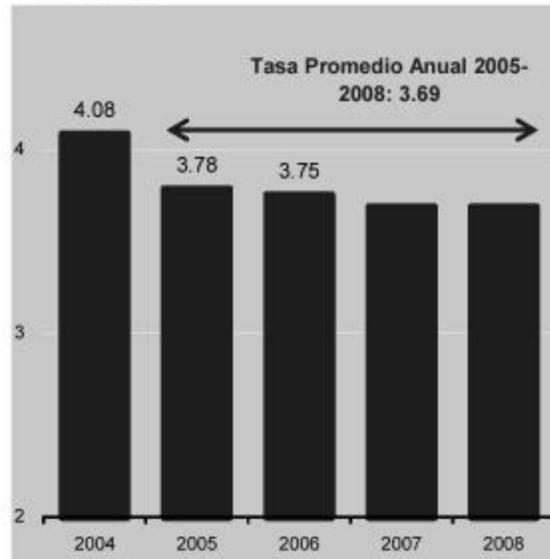
Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

Gráfica 27 Expectativas de los Consultores sobre la Inflación en 2004-2008

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



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



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

Recuadro 1 Incidencia de la Inflación de Precios de Agropecuarios y de Alimentos en México y EEUU

El alza en las cotizaciones internacionales de algunas materias primas ha impactado los precios de productos agropecuarios tanto en México como en los EEUU. Ello pese a que las reducciones en los precios de frutas y verduras han contrarrestado parcialmente el incremento de los productos pecuarios. Es importante notar que si bien las inflaciones a nivel de genérico son muy similares en ambos países, el impacto ha sido mayor en México debido a la alta ponderación de estos bienes en el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). Lo anterior se puede observar en el Cuadro 1, que presenta las inflaciones anuales en EEUU y México, los ponderadores en cada uno de sus índices y las incidencias respectivas. Como puede apreciarse, las inflaciones anuales en marzo y junio fueron muy parecidas en ambos países. Sin embargo, debido a la mayor ponderación de los bienes agropecuarios en el INPC, su incidencia es mayor en México.

En particular, el conjunto de bienes agropecuarios representa el 8.07 por ciento del INPC, mientras que en el IPC de los EEUU representa sólo el 2.91 por ciento. La mayor ponderación de estos genéricos en el INPC se debe a que éstos representan una mayor proporción del gasto en México, en comparación con la proporción del gasto que representan en los EEUU. Para tener una mejor idea de la importancia de estas diferencias, en las últimas dos columnas del Cuadro 1 se calculan las incidencias de la inflación de los precios agropecuarios observada en México utilizando los ponderadores correspondientes del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de los EEUU. Así, se encuentra que la incidencia en junio hubiera sido de sólo 0.10 puntos porcentuales, contra los 0.26 puntos porcentuales observados.

Cuadro 1: Incidencia de la Inflación de los Precios Agropecuarios del Subíndice No Subyacente en México y EEUU

	Inflación Anual en EEUU		Ponderador en el IPC de EEUU	Incidencia en el IPC de EEUU		Inflación Anual en México		Ponderador en el INPC de México	Incidencia en el INPC de México		Incidencia con ponderadores del IPC de EEUU	
	Marzo	Junio		Marzo	Junio	Marzo	Junio		Marzo	Junio	Marzo	Junio
	Bistec de res	13.84	21.08	0.29	0.04	0.06	13.18	14.94	1.14	0.15	0.17	0.04
Carne molida de res	12.22	13.00	0.27	0.03	0.03	16.46	15.80	0.57	0.09	0.09	0.04	0.04
Huevo	33.22	10.09	0.12	0.04	0.01	32.90	13.01	0.53	0.19	0.08	0.04	0.02
Jitomate	-0.07	0.00	0.10	0.00	0.00	-15.66	-17.32	0.50	-0.07	-0.08	-0.01	-0.02
Papa	1.32	2.59	0.08	0.00	0.00	15.58	-24.37	0.23	0.03	-0.06	0.01	-0.02
Manzana	8.38	3.47	0.09	0.01	0.00	5.28	7.73	0.21	0.01	0.02	0.01	0.01
Plátano	-5.50	-0.54	0.08	0.00	0.00	3.70	5.30	0.18	0.01	0.01	0.00	0.00
Pollo entero	6.47	10.43	0.33	0.02	0.03	2.76	2.64	0.15	0.00	0.00	0.01	0.01
Chuletas de cerdo	5.97	9.72	0.10	0.01	0.01	9.90	16.55	0.14	0.01	0.02	0.01	0.02
Naranja	4.48	-0.06	0.09	0.00	0.00	-5.72	-29.38	0.14	-0.01	-0.05	0.00	-0.03
Lechuga y col	8.70	-16.65	0.07	0.01	-0.01	0.50	-15.93	0.05	0.00	-0.01	0.00	-0.01
MUESTRA *	9.62	9.04	1.60	0.15	0.14	10.57	4.94	3.85	0.43	0.19	0.15	0.06
AGROPECUARIOS	7.70	5.54	2.91	0.22	0.16	6.46	3.24	8.07	0.54	0.26	0.19	0.10

* En esta muestra se consideran los productos agropecuarios incluidos en el índice no subyacente del INPC que cuentan con un equivalente en el IPC de EEUU. De esta manera se toman 11 genéricos de los 55 que componen el subíndice agropecuario del INPC. Para el caso de los EEUU se excluyen 8 genéricos que podrían asignarse a dicho rubro. Los totales pueden diferir de la suma de los componentes debido al redondeo.

El aumento de los precios de las materias primas también se ha reflejado en un aumento en la inflación de los precios de los alimentos incluidos en el subíndice subyacente del INPC. Sin embargo, al igual que en el caso de los agropecuarios, la incidencia del alza de precios en los alimentos ha sido mayor en México que en los EEUU. Ello se puede observar en el Cuadro 2, que presenta las inflaciones anuales en EEUU y México para estos productos, los ponderadores y las incidencias respectivas. Como puede observarse, en los EEUU la inflación anual de los alimentos pasó de 1.58 a 2.93 por ciento entre marzo y junio, mientras que en México la inflación anual del subíndice de alimentos del componente subyacente del INPC se incrementó de 5.12 a 5.83 por ciento.

La inflación anual del subíndice de alimentos en los EEUU aumentó 1.64 puntos porcentuales entre marzo y junio, mientras que su incidencia aumentó de 0.10 a 0.20 puntos porcentuales. Por su parte, la inflación anual del mismo subíndice del INPC aumentó 0.71 puntos porcentuales, mientras que su incidencia en la inflación general se incrementó de 0.74 a 0.85 puntos porcentuales. En la últimas dos columnas del Cuadro 2 también se calculan las incidencias de la inflación de los precios de los alimentos incluidos en el subíndice subyacente observada en México utilizando los ponderadores correspondientes del IPC de los EEUU. En este caso, se encuentra que la incidencia en junio hubiera sido de 0.34 puntos porcentuales, contra los 0.85 puntos porcentuales observados.

Cuadro 2: Incidencia de la Inflación de los Precios de los Alimentos del Subíndice Subyacente en México y EEUU

	Inflación Anual en EEUU		Ponderador en el IPC de EEUU	Incidencia en el IPC de EEUU		Inflación Anual en México		Ponderador en el INPC de México	Incidencia en el INPC de México		Incidencia con ponderadores del IPC de EEUU	
	Marzo	Junio		Marzo	Junio	Marzo	Junio		Marzo	Junio	Marzo	Junio
	Cereales	-2.73	-0.73	0.23	-0.01	0.00	0.14	-0.06	0.26	0.00	0.00	0.00
Arroz, pastas y harinas de maíz	2.76	2.29	0.13	0.00	0.00	9.88	13.49	0.32	0.03	0.04	0.01	0.02
Harinas y masas de harina de trigo	-1.11	-1.11	0.05	0.00	0.00	9.28	9.06	0.03	0.00	0.00	0.01	0.00
Pan, galletas y repostería	2.43	2.31	0.79	0.02	0.02	6.91	9.90	1.11	0.10	0.12	0.07	0.08
Quesos	3.52	10.76	0.25	0.01	0.03	4.82	7.35	0.59	0.03	0.04	0.01	0.02
Leche	5.68	27.10	0.32	0.02	0.09	5.67	6.16	2.03	0.12	0.13	0.02	0.02
Hielados	-2.28	4.73	0.15	0.00	0.01	2.68	3.97	0.05	0.00	0.00	0.00	0.01
Otros lácteos	2.09	8.13	0.13	0.00	0.01	-1.11	0.25	0.31	0.00	0.00	0.00	0.00
Frutas y verduras procesadas	1.58	-0.09	0.26	0.00	0.00	6.48	4.83	0.08	0.01	0.00	0.02	0.01
Jugos y bebidas no alcohólicas	0.56	0.09	0.63	0.00	0.00	1.21	0.18	1.96	0.02	0.00	0.01	0.00
Concentrados para bebidas y café	-0.20	-1.12	0.28	0.00	0.00	1.96	1.21	0.23	0.00	0.00	0.01	0.00
Azúcar y dulces	0.49	0.06	0.31	0.00	0.00	13.73	11.64	0.31	0.04	0.04	0.04	0.04
Grasas y aceites	5.52	9.48	0.25	0.01	0.02	16.86	19.08	0.34	0.06	0.07	0.04	0.05
Bebidas alcohólicas	1.92	2.53	0.64	0.01	0.02	0.36	1.18	2.20	0.01	0.02	0.00	0.01
Pescados y mariscos procesados	1.05	-0.47	0.13	0.00	0.00	6.36	8.77	0.17	0.01	0.02	0.01	0.01
Embutidos	3.39	3.01	0.24	0.01	0.01	3.45	7.93	0.91	0.03	0.07	0.01	0.02
Otros Alimentos	0.95	0.22	1.21	0.01	0.00	4.83	4.00	0.25	0.01	0.01	0.06	0.05
MUESTRA *	1.63	3.27	5.99	0.10	0.20	4.27	5.04	11.17	0.48	0.57	0.31	0.34
ALIMENTOS	1.83	3.27	5.99	0.10	0.20	5.12	5.83	14.67	0.74	0.85	0.31	0.34

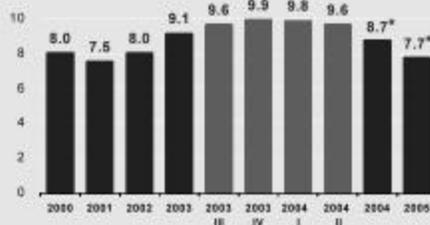
* En esta muestra se consideran los productos incluidos en el índice subyacente de mercancías del INPC que cuentan con un equivalente en el IPC de EEUU. De esta manera, se toman 54 genéricos de los 67 que componen el subíndice de mercancías del INPC. Los totales pueden diferir de la suma de los componentes debido al redondeo.

Recuadro 2 El Crecimiento Económico de China y los Precios Internacionales de Materias Primas

La economía china ha registrado una enorme transformación que le ha permitido registrar elevadas tasas de crecimiento por periodos prolongados de tiempo. No obstante, ese dinamismo también ha generado problemas y recientemente algunos de ellos se han agudizado, con posibles repercusiones sobre la economía mundial. En particular, la expansión de la economía china ha acrecentado de manera importante la demanda por materias primas, incluyendo las energéticas. Esto ha generado alzas en sus cotizaciones internacionales, lo que ha impactado a otras economías. De esa manera, podría decirse que recientemente China ha contribuido a exportar inflación al resto del mundo.

China representa un centro de desarrollo económico que está transformando la división internacional del trabajo y cambiando el patrón de los flujos de comercio y de capitales a nivel mundial. En los últimos años, su contribución al crecimiento económico mundial (medida ajustando por paridad del poder de compra) ha superado a la efectuada por Estados Unidos. La economía China representa la sexta del mundo por su tamaño (la segunda al medirla con paridad del poder de compra), y actualmente es la principal receptora de inversión extranjera directa. El desarrollo de China como un importante exportador en la economía mundial refleja, en parte, que se ha convertido en un centro de producción de las economías de Asia para su intercambio con el resto del mundo.

Gráfica 1
China: Crecimiento del PIB
Variación anual en porcentaje



* Pronóstico derivado de Asia Pacific Consensus Forecasts, Julio 12 de 2004.

La expansión de la economía china se ha apoyado en una enorme fuerza de trabajo con costos bajos (744 millones de trabajadores). El dinamismo económico ha generado nuevas oportunidades de empleo, si bien la modernización de la administración pública, de las empresas públicas y la desincorporación de un gran número de ellas, ha implicado la desocupación de millones de trabajadores. Ello, aunado a los nuevos entrantes a la fuerza laboral, representan una presión importante para mantener el ritmo de expansión de la economía.

Cuadro 1
China: Variables Económicas Seleccionadas
Variaciones porcentuales anuales

	2000	2001	2002	2003	2004*	2005*
PIB Real	8.0	7.5	8.0	9.1	8.7	7.7
Producción Industrial	11.4	9.9	12.6	17.0	15.4	12.7
Precios al Consumidor	0.4	0.7	-0.8	1.2	3.6	3.6
Precios de Productos Industriales	2.8	-1.3	-2.2	2.3	4.0	2.7
Oferta Monetaria, M2 ²	12.3	17.6	16.9	19.6	17.4	15.7
Tasa de Préstamos a 1 año para Capital de Trabajo ³	5.9	5.9	5.3	5.3	5.6	6.1
Balanza Comercial ³	24.1	22.5	30.4	25.5	6.3	3.5

¹ A fin de periodo.

² Miles de millones de dólares.

* Asia Pacific Consensus Forecasts, Julio 12 de 2004

La entrada de China a la Organización Mundial de Comercio, en noviembre de 2001, abrió a ese país nuevas oportunidades de acceso a los mercados internacionales, lo que generó un nuevo impulso al crecimiento. En este contexto, cabe señalar que en el primero y segundo trimestres de 2004 la economía china creció, respectivamente, 9.8 y 9.6 por ciento a tasa anual (Gráfica 1). Esta última tasa fue inferior a la esperada por los especialistas (de 10.2 por ciento; Asian Pacific Consensus Forecast), pero aún superior al objetivo del gobierno chino establecido a principios de año, de

7.5 por ciento para todo 2004. Los pronósticos más recientes de los especialistas señalan que el PIB crecerá 8 por ciento en la segunda mitad de este año.

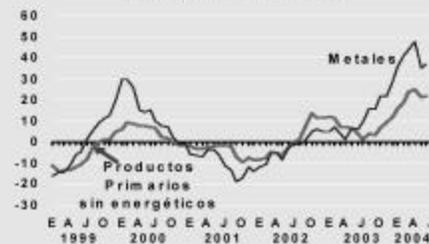
La inversión ha sido el ingrediente principal que ha inducido el rápido crecimiento de la economía china. En 2003, la inversión en activos fijos creció 24.5 por ciento a tasa anual, y en la primera mitad de 2004 lo hizo en 28.6 por ciento. Los mayores crecimientos de la inversión se han registrado en las industrias de cemento, aluminio y acero.

Gráfica 2
China: Producción Industrial
Variación anual en por ciento



El crecimiento de la economía china en los últimos años se ha apoyado en un consumo intensivo de materias primas y de energía. Así, se calcula que en 2003 esa economía fue el principal consumidor mundial de acero (25 por ciento del total) y el segundo de petróleo, después de Estados Unidos, con el 7 por ciento del consumo global. Además, ese año China efectuó el 10 por ciento del consumo mundial de electricidad, el 30 por ciento del de carbón y el 50 por ciento del de cemento. De hecho, se estima que ese país consume aproximadamente el 20 por ciento de las materias primas que se comercializan internacionalmente. Esta dependencia en los mercados internacionales para proveerse de materias primas, aunada al rápido crecimiento económico, se han reflejado en las presiones al alza de los precios internacionales de tales productos.

Gráfica 3
Precios Internacionales de los Productos Primarios
(sin energéticos)
Variación anual en por ciento



La gran demanda de China por materias primas y energía ha continuado en 2004, lo que acentuó las tendencias al alza de los precios internacionales de esos productos (Gráfica 3). Esto ha generado, a su vez, presiones inflacionarias al interior de esa economía. Así, en la primera mitad de 2004 el crecimiento promedio anual de los precios al consumidor en China fue de 3.6 por ciento (4.4 y 5 por ciento en mayo y junio), mientras que los precios productor se incrementaron 4.7 por ciento a tasa anual (Gráfica 4). Destaca el aumento del subconjunto de precios de materias primas, energéticos y electricidad, que crecieron 9.8 por ciento en el mismo periodo. Ahora bien, a mediados de julio el instituto de estadística chino expresó que, en cierto grado, la tendencia al alza en los precios se ha debilitado.



Un efecto del rápido crecimiento de las exportaciones e importaciones que efectúa China es el fuerte aumento que ha provocado en la demanda por transporte marítimo y las consecuentes alzas de sus costos (conviene señalar que éstos también han sido afectados por otros factores). A dicha tendencia, se adicionó la demanda por transporte generada por la recuperación del resto de la economía mundial. En este contexto, el Baltic Dry Index, que representa una medida a nivel mundial del costo de carga a granel vía marítima, se incrementó de un nivel de alrededor de 1,000 puntos en septiembre de 2002, a un nivel máximo de 5,681 puntos en febrero de 2004, para luego descender en julio a 3,800 puntos (Gráfica 5). Estos incrementos en los costos del transporte marítimo implican una fuente de presión inflacionaria a nivel mundial, ya que se trasmite a todos aquellos países que importan materiales. Así, si bien en la última década China constituyó una fuente de contención de los precios mundiales de los bienes manufacturados al acrecentar su oferta, recientemente ha provocado inflación en el mercado internacional de materias primas y de transporte.



La tendencia hacia el sobrecalentamiento de la economía china derivada del rápido crecimiento de la inversión y del producto se ha reflejado en restricciones al suministro de ciertos insumos, tales como carbón, petróleo y electricidad, y en problemas con el servicio de transporte. El gobierno chino ha buscado evitar que este crecimiento basado en un auge de inversión conduzca a la necesidad de llevar a cabo un ajuste drástico. Tal escenario dañaría la capacidad de crecimiento económico futuro, y podría agudizar otros problemas como el del elevado nivel de cartera vencida del sistema bancario estatal.



Por lo anterior, desde mediados del año pasado el gobierno de China adoptó medidas para evitar el sobrecalentamiento de la economía. Algunas de ellas no son propias de una economía de mercado, tales como establecer restricciones directas al otorgamiento de crédito por parte de los bancos estatales a aquellas áreas en que podría generarse un exceso de capacidad en el mediano plazo. También se limitó el crédito para la construcción de edificios gubernamentales y grandes centros comerciales, entre otros. Adicionalmente, se acrecentaron los requerimientos de capital a las inversiones en ciertos sectores. Tales medidas abarcaron a las industrias del acero, aluminio y cemento. En contraste, se ha promovido que la banca comercial apoye la inversión en los sectores en que hay restricciones de oferta, tales como electricidad, petróleo, carbón, agua y transporte.



Otras medidas instrumentadas para desacelerar la inversión incluyen un mayor control sobre el déficit fiscal y sobre el crecimiento de la oferta monetaria. Para esto último se aumentaron los requerimientos de reservas de los bancos y se dio impulso a la colocación de bonos gubernamentales. Esta última medida propició que, a finales de 2003 y principios de 2004, se acrecentara el rendimiento de dichos bonos. Adicionalmente se están utilizando operaciones de reporto respaldadas con valores del gobierno para reducir la liquidez. Sin embargo, a pesar del riesgo de sobrecalentamiento, el temor de inducir un sobre-ajuste en la economía parece estar orillando en las últimas semanas al gobierno chino a flexibilizar algunas de esas políticas. Por otra parte, es importante destacar que las políticas adoptadas no consideran flexibilizar la política cambiaria.

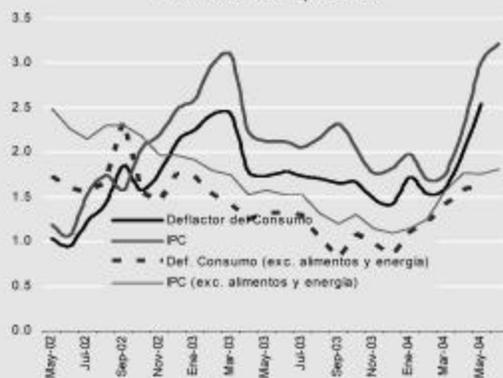
Durante un período inicial las medidas restrictivas parecieron no surtir efecto, considerando que en el primer trimestre del año los crecimientos de la inversión, del producto y de las importaciones, siguieron siendo muy elevados. En principio, ello reflejó la resistencia de algunas autoridades locales y provinciales a detener sus planes de inversión. Ahora bien, hay indicadores que muestran que en los últimos meses el crédito y la inversión han crecido a menor ritmo. Además, las cifras de comercio exterior de mayo y junio apuntan a que las importaciones de mercancías han comenzado a perder vigor. Destaca en tales datos una disminución de las importaciones de algunos metales, tales como el acero, hierro y cobre. Ello se reflejó en el superávit que presentó la balanza comercial en mayo y junio, que contrasta con los déficit de enero a abril. Esta tendencia podría eventualmente reducir presiones sobre los precios internacionales de diversas materias primas y de transporte. A pesar de estos indicadores favorables, los niveles de importación de China todavía son muy elevados y, hasta ahora, los analistas no han revisado a la baja sus pronósticos de crecimiento económico de este país. Por otra parte, no hay que descartar que el crecimiento de la demanda de otras economías, tales como Estados Unidos, Japón y la Unión Europea, mantengan las presiones sobre los precios internacionales de las materias primas y los costos de transporte.

Recuadro 3
La Inflación en Estados Unidos: Evolución Reciente y Expectativas

La percepción sobre la trayectoria previsible de la inflación en los Estados Unidos se ha modificado a lo largo del último año. Lo anterior se refleja tanto en el lenguaje de los comunicados del Banco de la Reserva Federal, como en la evolución de los pronósticos de los analistas. En su comunicado de mayo de 2003, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) expresó por primera vez preocupación sobre una posible deflación. La razón era la presencia simultánea de una inflación subyacente muy baja y declinante y un panorama aún incierto para la producción y el empleo. La inflación subyacente de los precios al consumidor a tasa anual fue consistentemente inferior a la inflación general durante todo 2003 y, en diciembre de dicho año, llegó a su nivel más bajo desde mayo de 1963. Sin embargo, la inflación subyacente ha aumentado desde entonces, y toda referencia a una caída indeseada de precios desapareció de los comunicados del FOMC de mayo y junio de 2004.

La inflación presentó un repunte durante el primer semestre de 2004. Esta tendencia ascendente de la inflación se explica en buena medida por el aumento de los precios de las materias primas y, en especial, el de los energéticos. La inflación subyacente también repuntó en ese periodo, pero su tasa de crecimiento fue más moderada que la del índice general. La información más reciente proporciona evidencia mixta sobre la trayectoria de la inflación subyacente. Por una parte, el crecimiento anual del índice de precios al consumidor se ha estabilizado a partir de abril. Por la otra, la tasa de crecimiento del deflactor del consumo continuaba mostrando hasta mayo una tendencia al alza. Cabe destacar que la inflación subyacente medida con base en cualquiera de estos índices se mantiene en niveles relativamente bajos.

EUA: IPC y Deflactor del Consumo
Variación anual en por ciento

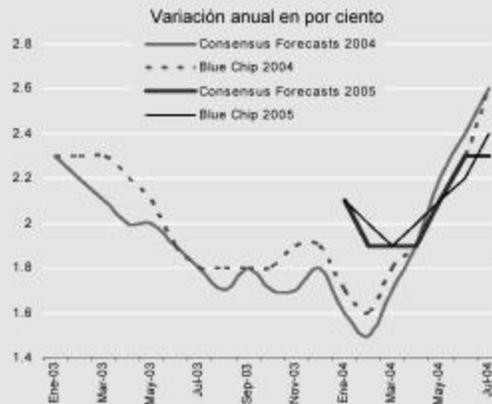


Fuente: BEA y BLS.

Las expectativas de inflación en los Estados Unidos también han fluctuado. Durante 2003, el pronóstico promedio de diferentes encuestas para la inflación de 2004 mostró una tendencia a la baja, misma que se prolongó hasta febrero de 2004. A partir de marzo, los pronósticos han seguido la dirección opuesta. Al evaluar este incremento en las expectativas de inflación, algunos analistas han señalado que es preciso tener en cuenta dos elementos adicionales. Primero, la inflación esperada para 2004 está influida por factores de índole temporal. Segundo, la expectativa generalizada es que la inflación descienda en 2005.

En general, la información disponible no sugiere que el aumento reciente de la inflación haya afectado las expectativas de largo plazo. Sin embargo, las expectativas de inflación implícitas que

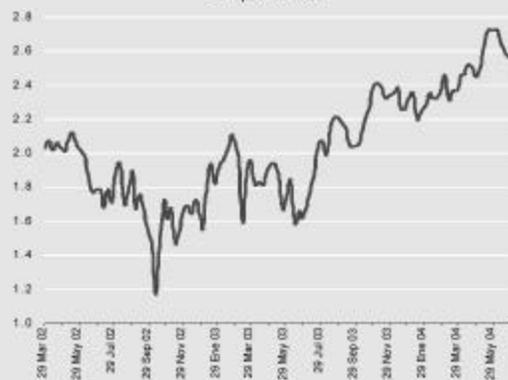
Expectativas de Inflación para 2004 y 2005



Fuente: Consensus Forecasts y Blue Chip Economic Indicators.

se obtienen de la diferencia de rendimientos de los bonos nominal e indexado a 10 años han tenido un repunte de alrededor de un cuarto de punto porcentual desde el inicio del año, lo que podría estar indicando preocupación respecto al comportamiento de la inflación en un horizonte más lejano. Debe aclararse, por otra parte, que éste puede ser un indicador impreciso de las expectativas de la inflación, ya que los rendimientos de estos bonos pueden estar afectados por una variedad de factores.

Diferencial del Rendimiento entre el Bono Nominal a 10 años y el Bono Indexado a 10 Años.
En por ciento



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis.

La percepción en los mercados del riesgo de un resurgimiento de las presiones inflacionarias en los Estados Unidos ha cambiado rápidamente con la disponibilidad de nueva información. Lo anterior refleja las dificultades que se enfrentan actualmente para hacer una evaluación precisa de la tendencia de ésta. Si bien no existe un consenso, en general las cifras más recientes sobre el comportamiento de los precios y la actividad económica han generado mayor confianza de que las presiones inflacionarias en los próximos meses serán moderadas. Además, los costos laborales parecen mostrar una tendencia congruente con el mantenimiento de tasas de inflación bajas. Lo anterior, combinado con los anuncios de política monetaria por parte de la Reserva Federal, ha dado lugar a la expectativa de que el retiro del estímulo monetario será gradual.

Recuadro 4

Actividad Económica en México en 2004 y el Entorno Externo

Durante la primera mitad de 2004 la economía mexicana enfrentó un entorno externo que contribuyó de manera significativa al crecimiento del producto y del gasto interno, así como a la generación de empleos. Tres aspectos destacaron por su impacto favorable sobre la actividad económica en el país:

- 1) la continuidad de la recuperación de la demanda externa, lo que se reflejó en un repunte de las exportaciones no petroleras y, especialmente, de las de bienes manufacturados;
- 2) un entorno internacional de elevados precios del petróleo, que ha implicado para México un ingreso sin precedente por exportaciones petroleras y una mejoría de los términos de intercambio; y,
- 3) una cuantiosa entrada de recursos al país por concepto de remesas familiares, lo que acrecentó los niveles de ingreso y de gasto de millones de familias mexicanas en las distintas entidades federativas del país.

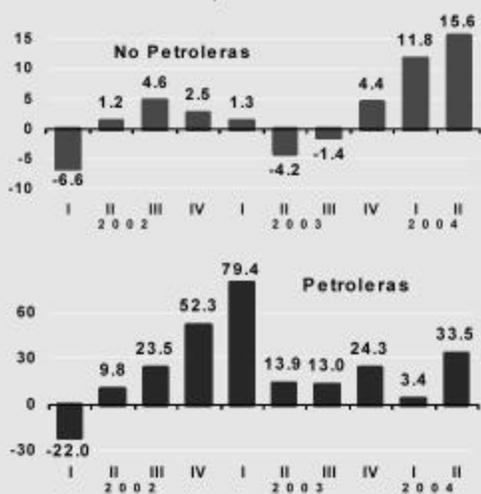
de la demanda externa (deduciendo en ambos rubros su contenido importado) al crecimiento del producto se presenta en el Cuadro 1. De esa manera, en 2004 la contribución directa al crecimiento del producto proveniente de la demanda externa alcanzaría 2 puntos porcentuales, cifra que supera de manera importante a la de 0.1 puntos registrada en 2003.

Cuadro 1
Contribución de los Componentes de la Demanda Agregada al Crecimiento Anual del PIB Real

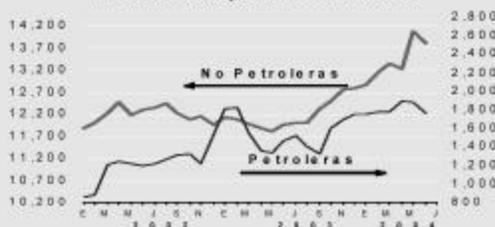
Periodo	Crecimiento del PIB Real	Crecimiento Originado en la:	
		Demanda Interna ¹	Demanda Externa = Exportaciones Netas ²
		(1) = (2)+(3)	(3)
2002	0.7	0.4	0.3
2003	1.3	1.2	0.1
2004 (p)	4.0	2.0	2.0

1 Demanda interna neta de importaciones.
2 Exportaciones netas de su contenido importado.
(p) Pronóstico.

Gráfica 1
Exportaciones Petroleras y No Petroleras
Variaciones porcentuales anuales



Gráfica 2
Exportaciones Petroleras y No Petroleras
Millones de dólares y datos desestacionalizados



1. Demanda Externa

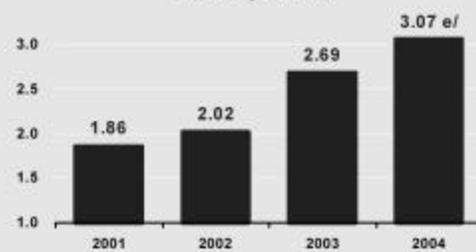
La demanda externa, especialmente la proveniente de los Estados Unidos, comenzó a repuntar durante la segunda mitad del año pasado. Ésta se fortaleció aún más en la primera mitad de 2004, acompañada de una mejoría de la demanda proveniente de otros países. Lo anterior propició incrementos importantes de las exportaciones no petroleras de México, en particular, de las de bienes manufacturados. Ello, a pesar de que el país ha perdido competitividad en los mercados externos ante la ausencia de avances en el cambio estructural. De esa manera, en el primer semestre del año las exportaciones no petroleras y las manufactureras registraron incrementos anuales de 13.7 y 13.5 por ciento. Tales tasas se comparan con variaciones respectivas de 0 y -0.7 por ciento en todo 2003, y de 0.4 y 0.5 por ciento en 2002. Cabe precisar que la demanda externa por servicios (principalmente la derivada de los viajeros del exterior que visitan México), también ha mostrado una mejoría significativa en el año.

Durante 2004 el repunte de la demanda externa coadyuvó de manera significativa al crecimiento de la actividad económica. Así, considerando un pronóstico central de crecimiento económico en el año de 4 por ciento, éste se derivaría tanto del gasto interno, como de la expansión de las exportaciones de bienes y servicios. Debe mencionarse que los ingresos al país por mayores exportaciones petroleras, así como por remesas familiares, han contribuido al financiamiento del gasto interno. La aportación del gasto interno y

2. Exportaciones Petroleras

Los elevados precios del petróleo que prevalecieron en los mercados internacionales durante el primer semestre del año, condujeron a que el precio de la mezcla mexicana de crudo de exportación promediara en ese lapso 28.56 dólares por barril. Ello significó casi 4 dólares por encima del precio correspondiente a igual periodo del año pasado. En el semestre, el valor de las exportaciones de crudo alcanzó 9,681 millones de dólares, monto que se compara con los de 5,870 y 8,306 millones registrados en los primeros semestres de 2002 y de 2003. Se estima que en todo 2004 el valor de las exportaciones de crudo pueda resultar cercano a 20 mil millones de dólares, cifra superior a las observadas en 2002 y 2003 de 13.1 y 16.8 miles de millones, respectivamente. De hecho, tales ingresos medidos como proporción del PIB, se acrecentaron de 2.02 puntos porcentuales en 2002, a 2.69 puntos en 2003 y a una cifra estimada de 3.07 puntos porcentuales del PIB en 2004.

Gráfica 3
Valor de las Exportaciones de Petróleo Crudo como Porcentaje del PIB

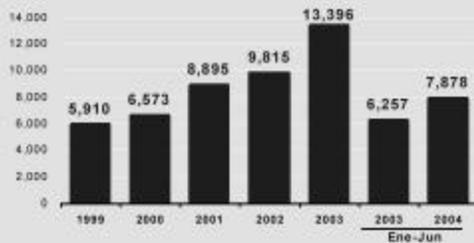


e/ Estimado.

3. Ingresos por Remesas Familiares

En los años recientes las remesas familiares provenientes del exterior se han transformado en una fuente muy importante de recursos para el país. En efecto, en los primeros seis meses de 2004 los ingresos por ese concepto que enviaron las personas de origen mexicano residentes en el exterior a sus familiares en México sumaron 7,878 millones de dólares, monto que significó un incremento de 1,621 millones (de 25.9 por ciento) con relación a la cifra de igual periodo de 2003. Cabe señalar que un ejercicio de pronóstico sugiere que el ingreso por remesas podría ubicarse en el presente año en alrededor de 16.3 miles de millones de dólares, monto equivalente a 2.5 puntos porcentuales del PIB.

Gráfica 4
Ingreso por Remesas Familiares
Millones de dólares



Las remesas representan una fuente importante de ingresos para millones de familias en México. Así, en 2003 en cuatro entidades del país tales ingresos superaron los mil millones de dólares y en el

estado de Michoacán (entidad en que fueron equivalentes en 2003 a 12.7 puntos porcentuales del PIB estatal) posiblemente éstos podrían alcanzar en 2004 un monto de aproximadamente 2 mil millones de dólares. En general, los ingresos por remesas son dedicados por las familias que los reciben al gasto en consumo en bienes duraderos y no duraderos, así como inversión en educación, vivienda y en otros factores productivos. De esa manera, en 2004 estos recursos continuarán siendo una fuente de financiamiento a las familias, lo que contribuirá significativamente al crecimiento del PIB.

Comentario Final

En la primera mitad de 2004 el entorno externo que enfrentó la economía mexicana fue positivo y contribuyó de manera significativa al crecimiento de la actividad económica. Asimismo, se anticipa que este escenario podría continuar en la segunda mitad del año. Ello, aún reconociendo que en las últimas semanas los analistas y las corredurías han moderado sus pronósticos para 2004 de crecimiento económico de Estados Unidos. Por otra parte, no se considera que los aumentos adicionales que se esperan para los próximos meses en las tasas de interés en los mercados financieros internacionales, así como en los diferenciales de las economías emergentes, vayan a afectar de manera significativa a la actividad económica en México. Ello, tomando en cuenta que en el presente año las necesidades netas del país por recursos crediticios del exterior son reducidas, dado el bajo nivel del déficit de la cuenta corriente -lo que refleja en parte los mayores ingresos al país por exportaciones petroleras y por remesas familiares- y de que el mismo se ha estado financiando, al igual que en los años recientes, principalmente por entradas de recursos por inversión extranjera directa.

Recuadro 5 Aspectos acerca de la Competitividad de la Economía Mexicana

El Banco de México y la Secretaría de Economía recabaron a principios del segundo trimestre de este año una encuesta en las principales empresas en el país con inversión extranjera directa (principalmente no maquiladoras). La encuesta buscaba obtener una estimación del flujo de Inversión Extranjera Directa (IED) que podría recibir México en 2004, así como recabar información sobre diversos aspectos de la competitividad del país. En las respuestas sobre este último aspecto destacó lo siguiente:

- a) Las empresas encuestadas señalaron que las principales medidas que habría que instrumentar en el país para lograr mayores niveles de IED son fundamentalmente de tipo estructural (Cuadro 1). Esto coincide con lo señalado tanto por las empresas manufactureras del país, como por los analistas económicos del sector privado que periódicamente encuesta el Banco de México.

Cuadro 1
Principales Políticas, Cambios Estructurales o Tareas que se Requiere Instrumentar para Propiciar Mayores Flujos de IED en México

Distribución porcentual de las respuestas	
	Estructura Porcentual
Total	100
1. Reforma fiscal y revisión de medidas tributarias	27
2. Reformas estructurales	21
En el sector energético	9
En el sector laboral	7
3. Mejorar la seguridad pública	9
4. Simplificación administrativa	9
5. Mejor certidumbre jurídica	7
6. Atacar la corrupción en las autoridades	6
7. Mayor promoción a la inversión y al comercio exterior	4
8. Mejorar y aumentar la infraestructura	3
9. Mejorar el marco regulatorio	2
10. Alcanzar un mayor crecimiento económico	2
11. Disminuir las tasa de interés y mejorar el acceso al crédito	2
12. Promover estabilidad cambiaria	2
13. Promover la estabilidad política	1
14. Otros (suma de otras 12 medidas)	5

- b) De acuerdo con las respuestas, los factores que están afectando de manera significativa la competitividad de las empresas en México frente a las de otros países son, principalmente, los siguientes: el marco legal en el país; la ineficiencia de la burocracia; la corrupción; la falta de infraestructura; y, los problemas de seguridad para las instalaciones y el personal, entre otros (Cuadro 2).

Cuadro 2
Factores que Afectan Adversamente la Competitividad de la Empresa en México en Comparación con Otros Países

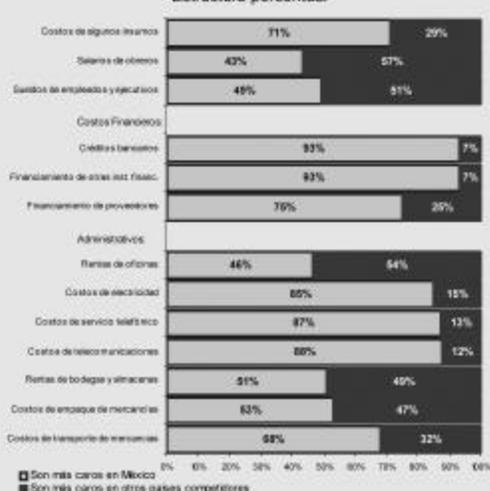
Factores	Estructura porcentual de las respuestas		Total
	Mucho	Poco o Nada	
1. Marco legal existente en el país	78	22	100
2. Ineficiencia de la burocracia en los trámites	66	34	100
3. Corrupción de las autoridades	58	42	100
4. Falta de infraestructura (carreteras, puentes, etc.)	50	50	100
5. Seguridad para las instalaciones y el personal	44	56	100
6. Requisitos para establecer nuevas empresas	43	57	100
7. Disponibilidad de recursos humanos calificados	31	69	100
8. Regulaciones ambientales	30	70	100

- c) Las empresas precisaron que hay una diversidad de costos que son más elevados en México que en otros países con los que se compare por los flujos de inversión, entre los cuales destacan: los de algunos insumos; los financieros; los de la energía eléctrica, de telefonía y telecomunicaciones; y, los de transporte (Gráfica 1).

- d) El 48% de las empresas encuestadas señalaron que sus grupos empresariales también tienen inversiones en Brasil y el 43% indicó que en China. Por otra parte, el 38% de las empresas que tiene IED en dichos países señalaron que tales inversiones han sustituido a las que podrían efectuarse en México. Los principales factores que favorecieron invertir en esos países son, entre otros, menores costos de producción, principalmente de la

mano de obra (Cuadro 3); mayores incentivos fiscales; una mayor certidumbre jurídica; y, el tamaño de esos mercados.

Gráfica 1
Costos de Producción en México en Comparación con Otros Países con los que se Compite para Atraer IED



Cuadro 3
Factores Determinantes de la Inversión en Brasil y China Versus México

Distribución porcentual de las respuestas	
Factores	Estructura Porcentual
1. Bajos costos de producción: mano de obra barata	34
2. Mayores estímulos fiscales y tasas impositivas más bajas	18
3. Mayor certidumbre jurídica	12
4. Mercado interno más grande	10
5. Mayor apoyo e incentivos a la inversión extranjera	8
6. Mayor competitividad	8
7. Rentabilidad en la inversión más elevada	4
8. Traslado de la industria del vestido a China	2
9. Mayor incertidumbre en México	2
10. Debilidad de la demanda por exportaciones	2
Total	100

- e) Finalmente, se preguntó a las empresas acerca de la calidad del suministro de energía eléctrica en el país (Cuadro 4). El 55.4% del número de empresas expresó que frecuentemente sufren cambios de voltaje o la interrupción del servicio eléctrico. Ello provoca la necesidad de incurrir en costos adicionales, entre los que destacan los siguientes: la adquisición de plantas eléctricas y de equipos de regulación de corriente; la afectación de la secuencia de la producción; daños a equipos; los costos de repararlos; pérdida de producción; impacto negativo en la productividad y desperdicio de materiales.

Cuadro 4
Costos que Enfrentan las Empresas ante Cambios de Voltaje o Interrupción del Suministro de Energía Eléctrica

Distribución porcentual de las respuestas	
Costos	Estructura Porcentual
1. Implica la compra de plantas y/o equipos de regulación de corriente	21
2. Afecta la cadena de producción	21
3. Daños a equipos de cómputo de la planta industrial	15
4. Genera costos de reparación o reemplazo de equipo dañando	10
5. Pérdida en la producción	10
6. Disminuye la productividad por cortes de producción	8
7. Provoca desperdicio de materiales	7
8. Afecta los sistemas de telecomunicaciones	3
9. Provoca pérdida de información en archivos electrónicos	2
10. Problemas de cumplimiento con los clientes	1
11. Reduce la calidad del producto final	1
Total	100