

«Política Monetaria.— Informe sobre el primer semestre de 2005.— Banco de México.— Septiembre, 2005.

Junta de Gobierno

Gobernador
Guillermo Ortiz Martínez

Subgobernadores

Everardo Elizondo Almaguer
Guillermo Güemez García
Jesús Marcos Yacamán
José Julián Sidaqui 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 2005.

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 cons-

tituye la mejor contribución que un banco central puede hacer para aumentar el bienestar de la población.

La conducción de la política monetaria en México se realiza bajo un esquema de objetivos de inflación, del cual destacan los siguientes elementos: a) el anuncio de una meta multianual de inflación explícita; b) el análisis sistemático de la coyuntura económica y de las presiones inflacionarias; c) la descripción de los instrumentos que utilizará el Banco Central para alcanzar sus objetivos; y, d) una política de comunicación que promueva la transparencia, credibilidad y efectividad de la política monetaria.

El Banco de México conduce su política monetaria a fin de alcanzar 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.

Por lo que se refiere al entorno externo, durante el primer semestre de 2005 destacó, por un lado, que los mercados financieros mantuvieron condiciones crediticias muy favorables, a pesar del incremento en las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos; y, por otro, que continuó observándose la creciente participación de China en los flujos internacionales de comercio. Esto último ha implicado una recomposición de la producción manufacturera a nivel mundial. Como consecuencia, en los últimos años, se han reducido de manera importante los precios internacionales de las manufacturas, y se han elevado los de diversas materias primas, especialmente los energéticos.

El entorno descrito ha tenido efectos sobre la economía nacional. Por un lado, las exportaciones manufactureras han perdido participación en los mercados internacionales, debido a la mayor presencia de productos chinos, en combinación con una gradual pérdida de competitividad por parte de los nuestros. No obstante, el menor dinamismo de la demanda externa se ha visto compensado parcialmente tanto por el aumento en los precios del crudo, como por el vigor con el que crecieron las remesas familiares, al representar ambos una importante fuente de financiamiento del gasto interno.

En balance, la economía mexicana disminuyó su tasa de expansión a lo largo del primer semestre del año, mostrando un crecimiento inferior al esperado por la mayoría de los analistas. En particular, el incremento real anual del PIB en el primer semestre de 2005 fue de 2.8 por ciento, cifra inferior a la observada en 2004. La desaceleración ha

* Remitido por el oficio que se encuentra en el Volumen I, página 41.

sido particularmente notoria en la producción industrial. Por su parte, la actividad en el sector de servicios ha mostrado también cierta debilidad, aunque en menor grado.

En junio de 2005 la inflación general anual alcanzó 4.33 por ciento, mientras que al cierre del 2004 ésta fue 5.19 por ciento. En este resultado influyó el desvanecimiento de algunas de las perturbaciones que afectaron a la inflación el año pasado, lo que ha dado lugar a una reducción en las expectativas de inflación para prácticamente todos sus plazos.

Se calcula que para el fin de 2005 la variación anual del INPC se situará dentro del intervalo de variabilidad alrededor del objetivo de inflación, cerca de su límite superior. Ello supone la ausencia de eventos adversos, principalmente los precios de las frutas y verduras.

En general, en lo referente a la inflación, recientemente el balance de riesgos ha mejorado, si bien deben señalarse los siguientes elementos:

- a) Es previsible que se mantengan elevadas las cotizaciones mundiales de los energéticos. Además, es de esperarse que continúe la volatilidad de ciertos precios agrícolas.
- b) Por un lado, han cedido las presiones sobre los precios de los alimentos y de la vivienda. Por el otro, sin embargo, se han incrementado las correspondientes a otros servicios —aun cuando se han moderado en fechas recientes.
- c) Las expectativas del público en lo que toca a la inflación han descendido para todos los plazos. No obstante, las que atañen al horizonte de mediano y largo se ubican todavía por arriba de la meta de inflación de 3 por ciento.

Las negociaciones salariales no se han contaminado del repunte inflacionario observado en 2004. Al respecto, el Banco de México estará atento a que el aumento en los salarios nominales guarde una estricta congruencia con la meta de inflación y el crecimiento previsible de la productividad.

II. Entorno Económico en el Primer Semestre

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

La actividad económica mundial mostró un crecimiento favorable durante la primera mitad de 2005, a pesar de que registró una ligera desaceleración respecto del ritmo de expansión observado el año anterior. En los Estados Unidos, el crecimiento de la actividad económica continuó disminuyendo hacia tasas más sostenibles. Así, el crecimiento real del PIB a tasa anual durante el periodo abril-junio fue de 3.6 por ciento.

Por lo que se refiere a la producción industrial estadounidense, cabe señalar que ésta se desaceleró de manera importante desde mayo de 2004, cuando alcanzó su tasa de crecimiento anual más elevada en la presente recuperación (5.4 por ciento). La disminución en el ritmo de crecimiento de la producción industrial ha sido más pronunciada que la del PIB. Aunque era de esperarse que el dinamismo de la producción industrial se redujera gradualmente, la desaceleración parece haberse acentuado como resultado del incremento de los precios del petróleo. Adicionalmente, el sector industrial fue afectado por la recomposición de la producción manufacturera a escala mundial. Cabe destacar que si bien algunos componentes —como el de alta tecnología— mantuvieron tasas de crecimiento anuales elevadas, la desaceleración ha sido generalizada. Lo anterior ha contribuido a un ajuste a la baja de los pronósticos de los analistas para el crecimiento de la producción industrial durante 2005, de 5 por ciento en junio de 2004, a 3.5 por ciento en junio de este año.

Por otra parte, hasta ahora, los efectos estimados del huracán Katrina sobre la actividad económica no han afectado de modo significativo los pronósticos de los analistas para el crecimiento del PIB para 2005 ya que éstos se redujeron en apenas una décima de punto en septiembre con respecto a las cifras de agosto (3.5 y 3.6 por ciento, respectivamente).

A pesar de que los precios del petróleo alcanzaron nuevos máximos históricos, la tasa de inflación subyacente en los países industriales siguió ubicada dentro de rangos moderados. Ello contribuyó a mantener sus tasas de interés de largo plazo en niveles reducidos y a propiciar condiciones favorables para el acceso de las economías emergentes a los mercados financieros internacionales.

Durante el primer semestre de 2005 la evolución de la actividad económica en México se caracterizó por los siguientes aspectos: a) una clara desaceleración de la producción y de la demanda agregada que comprendió prácticamente a la totalidad de los componentes de esta última; b) la oferta agregada redujo su expansión anual de 6.5 por ciento en el segundo semestre de 2004 a 4.3 por ciento en el primero de 2005. Esta última cifra se originó por aumentos anuales del PIB de 2.8 por ciento y de las importaciones de bienes y servicios de 8.5 por ciento; c) la demanda agregada mostró una importante pérdida de dinamismo, provocada en parte por una demanda externa menos vigorosa; d) tanto el gasto de consumo total como el de inversión presentaron tasas anuales positivas, pero con crecimientos inferiores a los registrados en el semestre previo; e) el gasto público en inversión contribuyó a la expansión de la demanda interna, pero su participación dentro de este agregado es reducida; y, f) la desaceleración de la actividad económica abarcó a los tres sectores que integran al producto (agropecuario, industrial y el terciario), pero fue más acentuada en el sector industrial y, particularmente, en el manufacturero.

En el análisis de la evolución de la actividad económica en el primer semestre de 2005 es importante reconocer que el comportamiento de la producción estuvo influido por un efecto estadístico asociado al periodo de asueto de la Semana Santa. Éste implicó que aumentara el número de días laborables en el segundo trimestre del año con relación a igual lapso del año previo y que se redujeran los días correspondientes al primer trimestre de 2005 en su comparación anual. Consecuentemente, tal efecto incrementó la variación a tasa anual del PIB en el segundo trimestre y redujo la del primero. Así, una vez ajustadas las cifras del producto por dicho efecto, resulta que en el segundo trimestre del presente año, al igual que ocurrió en el primero, el dinamismo de la actividad económica mostró una clara desaceleración con relación a lo observado el año pasado en su conjunto y, particularmente, con respecto al desempeño registrado en la segunda mitad de ese año.

El renglón de la demanda agregada que mostró un mayor crecimiento anual en la primera mitad de 2005 fue el gasto

en formación bruta de capital, con un incremento de 7.5 por ciento. No obstante, dicha tasa es inferior a la alcanzada en el semestre previo (de 9.7 por ciento) y se derivó de variaciones anuales de 6.5 y 8.5 por ciento en el primero y segundo trimestres, respectivamente. La expansión de la inversión en el primer semestre del año reflejó aumentos tanto de la inversión privada (de 6 por ciento) como de la efectuada por el sector público (de 15.5 por ciento).

El componente más importante de la demanda agregada, medido con respecto al PIB, es el gasto de consumo. En el primer semestre del año el crecimiento anual que presentó dicho renglón fue 4.3 por ciento, cifra inferior a la registrada en el semestre previo (5.6 por ciento). Ello se debió principalmente al menor vigor del consumo privado.¹

Durante el primer semestre de 2005 se desaceleró el crecimiento en pesos constantes de las exportaciones de bienes y servicios, al ubicarse éste en 5.6 por ciento (11.5 por ciento en 2004). En particular, las exportaciones manufactureras se vieron afectadas por un menor dinamismo de la actividad industrial en los Estados Unidos, a lo que se adicionó una persistente pérdida de participación de los productos nacionales en el mercado de ese país.

Por otra parte, en la evolución del sector externo de la economía mexicana en el primer semestre de 2005 sobresalieron los siguientes aspectos: a) un crecimiento de las exportaciones no petroleras a un ritmo más moderado que el observado en la segunda mitad de 2004, lo que se debió a la ya referida expansión menos intensa de la demanda externa y a la mencionada pérdida de participación de los productos mexicanos en el mercado estadounidense; b) un aumento significativo de las importaciones, pero con menor dinamismo que el registrado en los semestres previos; c) saldos deficitarios moderados de las balanzas comercial y en cuenta corriente; y, d) un importante ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares. Otros aspectos que destacan en el comportamiento del sector externo en el semestre reportado son que la cuenta de capital arrojó un superávit y que tuvo lugar una pequeña acumulación de reservas internacionales.

Durante el primer semestre de 2005 algunos de los indicadores de empleo presentaron una cierta mejoría. En general, los aspectos más destacables del comportamiento del mercado laboral en ese periodo, fueron los siguientes: a) un fortalecimiento del empleo formal, caracterizado por incrementos anuales crecientes a lo largo del primer semestre; b) el aumento de las nuevas plazas de trabajo fue mayor en el caso de los trabajadores eventuales que en los permanentes

y resultó más intenso en las empresas de mayor tamaño; c) la creación de empleos formales abarcó a las distintas regiones del país, pero fue más vigorosa en la región norte del país;² d) el ascenso en el número de trabajadores asegurados en el IMSS comprendió a la mayoría de los sectores de actividad, pero mostró un mayor dinamismo en el sector terciario; e) la ocupación en la industria maquiladora continuó recuperándose. No obstante, al cierre de junio el número de trabajadores en esta actividad todavía resultó menor a los niveles máximos que había alcanzado en el cuarto trimestre de 2000; f) la ocupación en el sector manufacturero no maquilador o industria de transformación presentó en el semestre un nuevo descenso medido a tasa anual; y, g) en el segundo trimestre del año se redujo la tasa de desempleo abierto a nivel nacional con relación al nivel promedio que había alcanzado en el primer trimestre.

Al cierre de junio de 2005, el número de trabajadores asegurados en el IMSS se ubicó en 12,799,783 personas, cifra superior en 290,357 ocupaciones a la de cierre del año pasado. Con datos desestacionalizados, ese número se elevó mes a mes a lo largo del primer semestre con excepción de marzo, con lo que al mes de junio ya se habían alcanzado veintidós alzas a tasa mensual en los últimos veintitrés meses. Este avance permitió que al cierre de junio con datos desestacionalizados la ocupación formal hubiera superado en 206 mil empleos al nivel máximo que se había registrado a finales de 2000.

El número de trabajadores asegurados en el IMSS al cierre de junio del presente año mostró un incremento anual de 384,969 personas. Dicha variación se originó de alzas anuales de 166,713 trabajadores permanentes (aumento de 1.55 por ciento) y de 218,256 eventuales urbanos (alza de 13.25 por ciento).

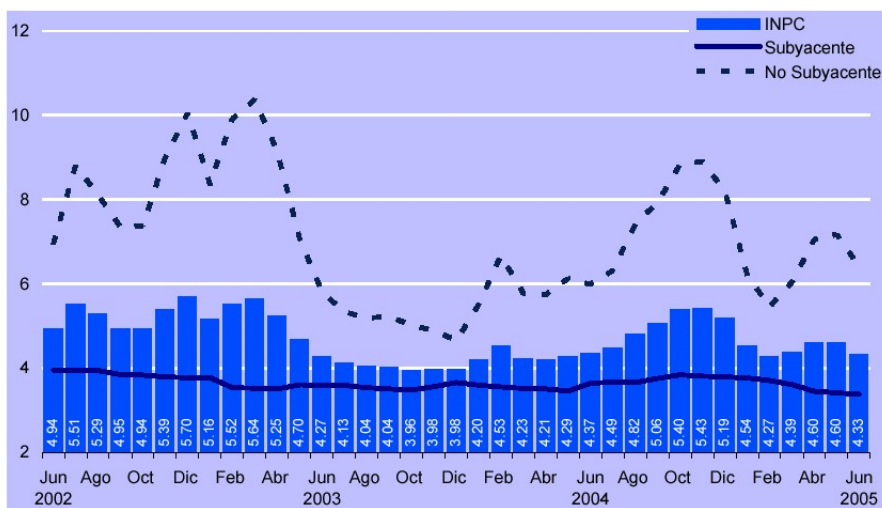
Por otra parte, el INEGI ha comenzado a levantar una nueva encuesta de empleo, denominada Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), que permite contar con una tasa de desempleo a nivel nacional. Así, en el segundo trimestre de 2005 dicha tasa se ubicó en promedio en 3.53 por ciento, luego de haber sido de 3.85 por ciento en el primer trimestre del año.

En el periodo enero-junio de 2005, los salarios contractuales tuvieron el mismo incremento que el observado durante el primer semestre del año anterior (4.5 por ciento en promedio). Por su parte, el costo unitario de la mano de obra (CUMO) en la industria manufacturera no maquiladora registró una variación de -2.6 por ciento a tasa anual en

el primer semestre de 2005. Dicha caída fue menor a la observada durante el mismo periodo del año previo. Lo anterior se explica por la desaceleración que presentó la productividad laboral del sector. Durante el mismo periodo, el CUMO en la industria maquiladora de exportación registró un crecimiento a tasa anual de 0.3 por ciento. Ello contrasta con la variación negativa observada durante los primeros seis meses del año previo, lo que respondió a la evolución desfavorable de la productividad en dicho sector.

En junio de 2005 la inflación general anual alcanzó 4.33 por ciento, mientras que al cierre del 2004 ésta fue 5.19 por ciento. Ello implicó una reducción de 0.86 puntos porcentuales con respecto a la cifra registrada al cierre de 2004. En ese lapso, la inflación subyacente anual disminuyó 0.42 puntos y la no subyacente 1.79 puntos, para alcanzar niveles de 3.38 y 6.41 por ciento, respectivamente. Por tanto, si bien la mayor parte de la reducción de la inflación general provino del componente no subyacente del INPC, también el indicador subyacente mostró un descenso apreciable (Gráfica 1). Estos resultados reflejan que durante el primer semestre de 2005 se fueron desvaneciendo los efectos de algunas de las perturbaciones que afectaron a la inflación el año pasado.

Gráfica 1 Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Al respecto, conviene recordar que durante 2004 la inflación general anual en México se vio afectada considerablemente por los siguientes choques de oferta: i) el alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas; ii) incrementos en las tarifas locales de algunos bienes y servicios concertados; y, iii) los efectos asociados a la afectación de la producción agropecuaria en México y/o en los Estados Unidos. En los tres casos, el impacto directo de las perturbaciones afectó los subíndices del componente no subyacente del INPC (productos agropecuarios, y bienes y servicios administrados y concertados). Adicionalmente, en el primer caso, el efecto también se reflejó en los precios del grupo de los alimentos que forman parte de la inflación subyacente.

En el primer semestre de 2005, los efectos sobre la inflación de algunos de estos choques se han revertido, mientras que otros lo hicieron gradualmente. A continuación se presenta una breve descripción del comportamiento de la inflación subyacente y no subyacente.

Al interior del índice subyacente, durante el primer semestre del año, se redujo la tasa de crecimiento anual tanto del subíndice de las mercancías (de 3.87 a 3.49 por ciento), como la del que corresponde a los servicios (de 3.72 a 3.27 por ciento, ver Cuadro 1). Por lo que respecta a los componentes del subíndice de precios subyacente de los servicios, se presentó una baja en la tasa de crecimiento anual del grupo de la vivienda (de 3.70 en diciembre de 2004 a 2.39 por ciento en junio de 2005). Ello obedeció al menor

ritmo de crecimiento de los precios de los materiales para la construcción (que habían aumentado considerablemente en 2004), una mayor oferta de casas-habitación y una creciente disponibilidad de acceso a financiamiento inmobiliario, lo que se ha constituido como una influencia para moderar los aumentos de las rentas. Por otra parte, la tasa de variación anual del resto de los servicios pasó de 3.74 por ciento al cierre de 2004, a 4.32 por ciento en junio de 2005. El aumento en los precios de los servicios distintos de los de la vivienda tiene su origen, entre otras razones, como secuela de los aumentos de cotizaciones de diferentes genéricos que son utilizados en su elaboración.

Cuadro 1 **Índices de Precios: INPC, Subyacente y no Subyacente**
Por ciento

	Dic-2004/Dic-2003		Jun-2005/Jun-2004	
	Variación	Incidencia ^{1/}	Variación	Incidencia ^{1/}
INPC	5.19	5.19	4.33	4.33
Subyacente	3.80	2.59	3.38	2.32
Mercancías	3.87	1.38	3.49	1.25
Alimentos	7.04	1.03	5.32	0.79
Otras mercancías	1.69	0.36	2.20	0.46
Servicios	3.72	1.21	3.27	1.07
Vivienda	3.70	0.66	2.39	0.43
Otros servicios	3.74	0.55	4.32	0.64
No subyacente	8.20	2.60	6.41	2.01
Agropecuarios	10.11	0.85	11.95	0.97
Frutas y verduras	6.43	0.22	20.47	0.60
Pecuarios	12.69	0.63	7.16	0.37
Educación	7.50	0.43	7.43	0.43
Administrados y concertados	7.51	1.32	3.52	0.62
Administrados	10.02	0.85	4.35	0.36
Concertados	5.13	0.46	2.78	0.26

^{1/} La incidencia se refiere a la contribución en puntos porcentuales de cada componente del INPC a la inflación general, ésta se calcula utilizando los ponderadores de cada subíndice, así como los precios relativos y variaciones de éstos. En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

Por su parte, la disminución que mostró la tasa de variación anual del subíndice de precios subyacente de las mercancías fue producto del descenso de la tasa anual del grupo de los alimentos procesados, que pasó de 7.04 por ciento al cierre de 2004 a 5.32 por ciento en junio de 2005. Esto reflejó tanto la reducción de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, como la percepción de una mayor estabilidad de sus cotizaciones a futuro. Sin embargo, este efecto fue parcialmente contrarrestado por el alza que presentó en el semestre la tasa de variación anual del resto de las mercancías (de 1.69 a 2.20 por ciento).

En junio de 2005, la inflación no subyacente anual se ubicó en 6.41 por ciento, mientras que al cierre del 2004 ésta había sido de 8.20 por ciento. La reducción de este indicador fue resultado, principalmente, de una menor variación anual en los precios del subíndice de los bienes y servicios administrados y concertados (de 7.51 a 3.52 por ciento en dicho lapso).

Por lo que se refiere a la menor inflación en el subíndice de precios administrados (de 10.02 a 4.35 por ciento durante el primer semestre), ello se debió a los siguientes factores: i) la electricidad es el genérico que más contribuyó a la reducción de la inflación del referido subíndice, lo que se explica por la unificación de los dos tramos de cobro que anteriormente tenían las tarifas domésticas de alto consumo (DAC) a partir de febrero de 2005, y a la baja que mostraron los precios de algunos insumos que se emplean para generar la electricidad; ii) en los precios de la gasolina se observaron menores variaciones mensuales con relación a

las del mismo periodo del año anterior;³ y, iii) se estableció que durante 2005 los precios del gas LP se incrementasen mensualmente en un intervalo comprendido entre 0.75 y 1.75 por ciento, considerando el promedio móvil de 12 meses de la referencia internacional como indicador. Si la variación mensual de este último cae fuera del intervalo, entonces se toma la cota más próxima, sea la superior o inferior. Durante el primer semestre del año, de acuerdo a la mecánica señalada, el precio del gas LP se deslizó a un ritmo muy cercano a la cota inferior del intervalo.

En cuanto al subíndice de precios concertados, entre diciembre de 2004 y junio de 2005 su tasa de variación anual disminuyó de 5.13 a 2.78 por ciento. Esta reducción fue consecuencia, principalmente, de una menor incidencia de los incrementos que registraron los precios del transporte público urbano durante el primer semestre de 2005, en comparación con los ocurridos en el mismo periodo del año previo. Ello debido a los menores aumentos en las tarifas de dicho servicio, así como de su ocurrencia en ciudades con una menor ponderación en el INPC.

En el primer semestre de 2005, los precios agropecuarios se caracterizaron por mostrar un ligero incremento, al pasar su variación anual de 10.11 por ciento en diciembre de 2004 a 11.95 por ciento en junio de 2005. No obstante, en dicho periodo sus componentes mostraron dos tendencias opuestas: i) la variación anual de los productos pecuarios se redujo de 12.69 a 7.16 por ciento, ello debido principalmente a la regularización de la oferta de productos cárnicos, y al incremento en la oferta de huevo; y, ii) el rubro de

frutas y verduras mostró un repunte durante el semestre en su variación anual, pasando de 6.43 a 20.47 por ciento, esto en respuesta a diversos problemas climáticos que ocasionaron considerables incrementos de precios en diversos cultivos, especialmente el jitomate, que alcanzó una variación anual a junio de 2005 de 61.22 por ciento.

III. La Política Monetaria durante el Primer Semestre de 2005

III.1. Acciones de Política Monetaria

Como ya se mencionó, diversas perturbaciones de oferta propiciaron fuertes presiones al alza sobre diferentes subíndices del INPC durante 2004. Si bien este tipo de choques no suelen afectar a los precios de manera generalizada, ya que en la mayoría de los casos reflejan ajustes de precios relativos, la autoridad monetaria debe procurar que no induzcan rondas subsecuentes de aumentos en los precios y en los salarios. Esta última consideración cobra mayor relevancia si la economía se encuentra en un proceso desinflacionario donde aún no se ha consolidado el objetivo de inflación de largo plazo en la formación de precios por parte de los agentes económicos, como es el caso de México.

Ante el número e intensidad de los choques de oferta observados en 2004, las expectativas de inflación de mediano plazo se incrementaron de forma considerable. Por tanto, la Junta de Gobierno del Banco de México restringió la postura de política monetaria a lo largo de 2004 y en los primeros meses de 2005. No obstante, como se describió en la

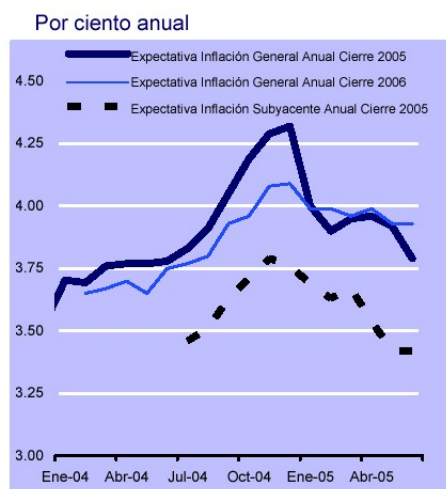
sección anterior, en el transcurso de 2005 algunos de los efectos sobre la inflación derivados de los múltiples choques de oferta que afectaron a la economía el año anterior se revirtieron, mientras que otros lo vienen haciendo gradualmente. En consecuencia, la inflación general retomó su tendencia a la baja. A su vez, la inflación subyacente tuvo un descenso apreciable.

En virtud de las condiciones anteriores, durante el primer semestre del año se redujeron las expectativas de inflación. En particular, en las encuestas que recaba el Banco de México se apreció que la previsión para la inflación general al cierre de 2005 disminuyó de 4.32 por ciento en diciembre de 2004, a 3.79 en junio de 2005, nivel cercano al registrado antes de que se presentaran las perturbaciones de oferta del año previo. Por su parte, la expectativa para la inflación subyacente para finales del año pasó de 3.76 a 3.42 por ciento en igual periodo. Sin embargo, debe mencionarse que la inflación esperada para horizontes de mayor plazo aún se ubicó en niveles relativamente elevados con relación al objetivo de inflación de 3 por ciento.⁴

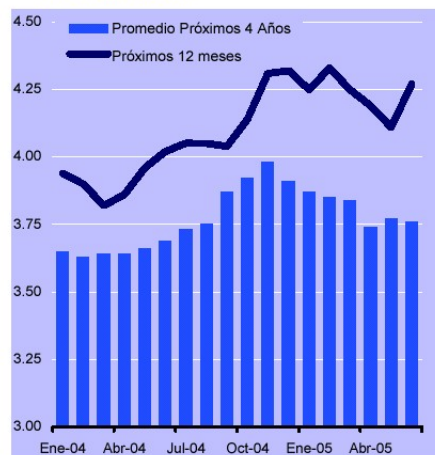
Respecto a la determinación de la postura de la política monetaria, cabe recordar que desde mediados de 2004 la Junta de Gobierno del Instituto había restringido su postura de política a través de dos vías: i) incrementando el “corto”; y, ii) señalando en sus anuncios de política monetaria que, mientras así lo juzgara conveniente, las condiciones monetarias internas deberían reflejar, al menos, la mayor astringencia que se fuese presentando en los Estados Unidos.

Gráfica 2 Expectativas de Inflación: Encuesta Banco de México

a) Cierre de 2005 y 2006



b) Próximos 12 meses y Promedio para los Próximos 4 Años



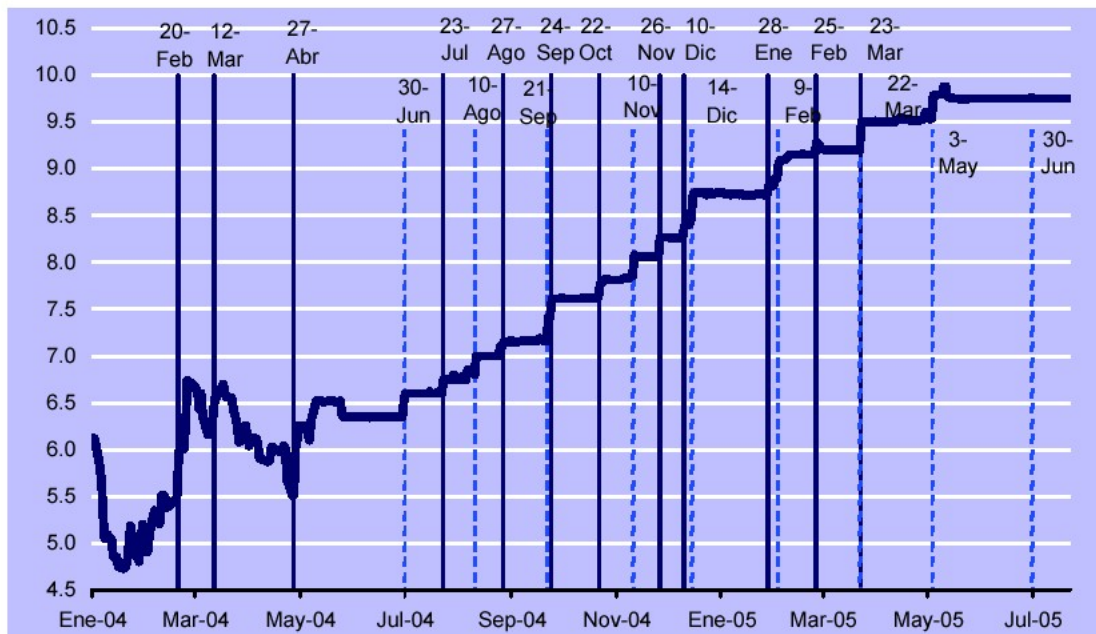
Al respecto, en el primer trimestre de 2005 el Banco de México incrementó el “corto” en tres ocasiones (el 28 de enero de 69 a 75 millones de pesos; el 25 de febrero a 77 millones; y el 23 de marzo a 79 millones de pesos). En el segundo trimestre del año la Junta de Gobierno decidió mantener el “corto” sin cambio y, a partir del comunicado de prensa de política monetaria del 24 de junio, dejó de mencionar el segundo inciso del párrafo anterior. No obstante, se especificó en dicho comunicado que mientras se juzgara conveniente, las condiciones monetarias internas no deberían relajarse. Como resultado de estas acciones, la tasa de fondeo bancario a un día aumentó de 8.75 al cierre del 2004 a 9.75 por ciento a finales de junio de 2005, manteniéndose en este último nivel desde el 3 de mayo (Gráfica 3).

Por lo que se refiere a la evolución de la curva de rendimientos en México, es importante destacar que ésta fue, entre otras, influida por las condiciones globales de liquidez y el consecuente apetito por riesgo prevalecientes en los mercados financieros internacionales. Hacia finales del primer semestre del año estas condiciones se caracterizaron por una importante reducción en las tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos, y un nuevo incremento

en el apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales. El proceso anterior coadyuvó a un aumento considerable de la demanda de instrumentos de emisores de países emergentes, tanto en los mercados externos, como en los internos. En este sentido, es importante señalar que múltiples inversionistas extranjeros han buscado en los mercados locales de diversos países emergentes, entre ellos México de forma relevante, una alternativa para incrementar el rendimiento de sus portafolios. Ello, dio lugar a un incremento importante en la entrada de recursos destinada a la adquisición de instrumentos de deuda de mayor plazo denominados en moneda nacional. De esta manera, durante el primer semestre de 2005 la curva de rendimientos en nuestro país se aplanó, tanto por el aumento en las tasas de interés de corto plazo, como por la reducción en las correspondientes a los instrumentos con horizontes mayores. De hecho, hacia finales de junio la pendiente de la curva de rendimientos se invirtió. Al respecto, también debe destacarse que las referidas condiciones en los mercados financieros internacionales, aunadas al incremento en las exportaciones de crudo y a los flujos de remesas, contribuyeron de forma importante a que se apreciara el tipo de cambio nominal.

Gráfica 3 Tasas de Interés de Fondeo Bancario, Cambio en el “corto” y Cambio en la Tasa de Interés de Fondos Federales de los EEUU^{1/}

Por ciento anual



^{1/} Las líneas verticales continuas indican cambios en el “corto” y las punteadas indican cambios en la tasa de Fondos Federales de los EEUU.

A pesar de que hacia finales del primer semestre mejoró el panorama para la inflación, es necesario resaltar que el proceso de convergencia de ésta hacia su objetivo enfrenta retos. A saber:

- a) Es previsible que se mantengan elevadas las cotizaciones mundiales de los energéticos. Además, es de esperarse que continúe la volatilidad de ciertos precios agrícolas.
- b) Por un lado, han cedido las presiones sobre los precios de los alimentos y de la vivienda. Por el otro, sin embargo, se han incrementado las correspondientes a otros servicios —aun cuando se han moderado en fechas recientes.
- c) Las expectativas del público en lo que toca a la inflación han descendido para todos los plazos. No obstante, las que atañen al horizonte de mediano y largo se ubican todavía por arriba de la meta de inflación de 3 por ciento.

Las negociaciones salariales no se han contaminado del repunte inflacionario observado en 2004. Al respecto, el Banco de México estará atento a que el aumento en los salarios nominales guarde una estricta congruencia con la meta de inflación y el crecimiento previsible de la productividad.

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

El saldo promedio de la base monetaria en junio de 2005 fue de 306.9 miles de millones de pesos (3.9 por ciento del PIB), registrando una variación anual de 11.4 por ciento, cifra inferior a la observada en diciembre de 2004 (13.3 por ciento).⁵ Este comportamiento apunta, a una pérdida de vigor de la remonetización, como era de esperarse. Asimismo, el alza de las tasas de interés contribuyó a atenuar el crecimiento de la demanda de base monetaria.⁶

Durante el primer semestre la base monetaria presentó, de acuerdo a su comportamiento estacional durante la primera mitad de cada año, una disminución de 26 miles de millones de pesos. Por su parte, los activos internacionales aumentaron 1.4 miles de millones de dólares, alcanzando un saldo de 65.6 miles de millones de dólares al 30 de junio de 2005.⁷ Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó 40.7 miles de millones de pesos.

La reserva internacional aumentó 277 millones de dólares durante el primer semestre de 2005. Esto fue resultado de un aumento en la reserva bruta por 1,405 millones de dólares, el cual fue parcialmente compensado por un incremento en los pasivos a menos de seis meses del Banco Central por 1,127 millones de dólares. El aumento en la reserva bruta fue principalmente el resultado neto de las ventas de divisas de PEMEX al Banco de México por 6,428 millones de dólares, de la venta de dólares a través del mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales por 2,539 millones de dólares y de la adquisición de 2,841 millones de dólares por parte del Gobierno Federal para hacer frente al servicio de sus pasivos externos.

En junio de 2005 el ahorro financiero interno (M2) aumentó 12.2 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior. No obstante, existió una asimetría en el comportamiento de sus componentes: el crecimiento de los instrumentos más líquidos se redujo (medidos a través del medio circulante M1), mientras que el resto de los instrumentos incluidos en la definición de M2 aumentó. El comportamiento del medio circulante se explicó, en parte, por el incremento en las tasas de interés, que implicó un aumento en el costo de oportunidad de mantener saldos líquidos. Al respecto, cabe señalar que entre los componentes del M1, sólo los depósitos en cuenta corriente aumentaron su tasa de crecimiento anual en el periodo enero-junio, cuyo comportamiento estuvo asociado con los procesos de bancarización a través de cuentas de nómina.

En los últimos años se ha presentado un incremento considerable en el ahorro financiero interno, así como cambios importantes en su destino. En particular, las menores necesidades financieras del sector público y la menor acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de México, han dado lugar a mayores recursos disponibles para el financiamiento interno del sector privado. Es importante destacar que el avance a una inflación baja y estable, y las diversas reformas en materia financiera adoptadas en los últimos años, han contribuido a propiciar un mayor acceso al crédito, y a que éste se otorgue en mejores condiciones, tanto para deudores como acreedores. En particular, en cuanto a la disponibilidad de recursos para el sector privado destacan dos tendencias: a) un creciente acceso al crédito por parte de los hogares, tanto al consumo, como a la vivienda; y, b) una sustitución de pasivos por parte de las empresas, incrementándose las fuentes de financiamiento bancarias internas y reduciéndose las externas (Cuadro 2).

Cuadro 2 **Financiamiento Total al Sector Privado**
Saldos en mmp

	Saldos en mmp				% del PIB		Flujos en mmp		Crecimiento real anual %	
	Dic.03	Jun.04	Dic.04	Jun.05	Jun.04	Jun.05	Jun.04	Dic.04-	Dic.03	Jun.04-
Financiamiento total	1,982.7	2,043.2	2,139.9	2,194.7	28.4	27.6	151.4	54.7	2.6	3.0
Externo ^{1/}	581.5	566.1	558.8	550.3	7.9	6.9	-15.9	-8.6	-8.6	-6.8
Interno	1,401.2	1,477.1	1,581.1	1,644.4	20.5	20.7	167.3	63.3	7.3	6.7
Financiamiento total	1,982.7	2,043.2	2,139.9	2,194.7	28.4	27.6	151.4	54.7	2.6	3.0
Hogares	734.2	799.2	881.3	951.5	11.1	12.0	152.4	70.2	14.1	14.1
De bancos comerciales	253.9	272.1	312.6	357.4	3.8	4.5	85.2	44.8	17.0	25.9
Otras fuentes ^{2/}	480.3	527.0	568.8	594.2	7.3	7.5	67.1	25.4	12.6	8.1
Empresas	1,248.5	1,244.1	1,258.6	1,243.1	17.3	15.6	-1.0	-15.5	-4.2	-4.2
Externo ^{1/}	581.5	566.1	558.8	550.3	7.9	6.9	-15.9	-8.6	-8.6	-6.8
Interno	667.0	677.9	699.8	692.8	9.4	8.7	14.9	-7.0	-0.3	-2.0
De bancos comerciales	377.1	376.8	415.0	419.1	5.2	5.3	42.3	4.0	4.6	6.6
Emisión de deuda	146.4	157.5	162.8	153.3	2.2	1.9	-4.2	-9.5	5.7	-6.7
Otras fuentes ^{3/}	143.5	143.6	121.9	120.4	2.0	1.5	-23.2	-1.5	-19.2	-19.6
Memo:										
Financiamiento externo en dólares ^{4/}	51.7	49.1	50.1	51.1	--	--	1.9	0.9	-3.1	4.0
Hogares	734.2	799.2	881.3	951.5	11.1	12.0	152.4	70.2	14.1	14.1
Consumo	144.7	172.2	215.1	255.1	2.4	3.2	82.9	40.0	41.3	42.0
Vivienda	589.5	626.9	666.2	696.4	8.7	8.8	69.5	30.2	7.4	6.5

1/ Incluye proveedores extranjeros de empresas, crédito de banca comercial externa y otros acreedores, papel comercial, bonos y colocaciones en el exterior. Fuente: Balanza de Pagos, no incluye Pidiregas de Pemex.

2/ Incluye banca de desarrollo, intermediarios financieros no bancarios y cartera hipotecaria del Infonavit.

3/ Incluye banca de desarrollo e intermediarios financieros no bancarios.

4/ Saldos en miles de millones de dólares. Tasa de crecimiento nominal anual.

En cuanto al crédito al consumo, destaca el vigor con el que creció el otorgado a través de tarjetas de crédito y el destinado para la adquisición de bienes de consumo duradero. A este resultado contribuyeron tanto la banca comercial, como otros intermediarios financieros (principalmente Sofoles) y diversos establecimientos comerciales. Por su parte, el crédito a la vivienda mostró una expansión vigorosa, impulsado por diversos intermediarios financieros (bancos y Sofoles) y por los institutos de vivienda (INFO-NAVIT y FOVISSSTE).

En lo que respecta al acceso al financiamiento por parte de las empresas destaca: a) se presentó una sustitución de pasivos, reduciéndose en importancia los externos; y, b) el crédito de la banca comercial a empresas repuntó ligeramente. Con ello, las empresas tienen mayores alternativas de financiamiento, lo cual les permite administrar mejor sus riesgos de liquidez y cambiario.

IV. Conclusiones

El Banco de México anticipa que la inflación general anual continuará su tendencia decreciente y que se ubicará, al cierre del año, dentro del intervalo de variabilidad alrede-

dor del objetivo de inflación, cerca de su límite superior. Esto último, siempre y cuando no se presenten situaciones de extrema volatilidad, sobre todo en lo que se refiere al componente no subyacente del INPC.

A pesar de que en los meses recientes ha mejorado el panorama para la inflación, es necesario resaltar que el proceso de convergencia de ésta hacia su objetivo aún enfrenta retos. En particular, es previsible que se mantengan elevadas las cotizaciones mundiales de los energéticos y que continúe la volatilidad de ciertos precios agrícolas. Adicionalmente, si bien las expectativas del público en lo que toca a la inflación han descendido para todos los plazos, las que atañen al horizonte de mediano y largo plazo se ubican todavía por arriba de la meta de inflación de 3 por ciento.

Al respecto, el Banco de México continuará vigilante de que permanezca acotado el impulso alcista sobre los precios derivado de choques de oferta que se presentaron el año pasado. En este sentido, la Junta de Gobierno del Instituto reitera su convicción de conducir la política monetaria a fin de propiciar condiciones monetarias que induzcan la convergencia de la inflación hacia su meta.

Un factor de riesgo sobre la actividad económica se refiere a la posibilidad de que la participación de China y de otras economías asiáticas en la producción manufacturera global continúe sistemáticamente desplazando a este tipo de actividad, tanto en los Estados Unidos, como en México. Este riesgo, derivado en parte de la falta de avances para impulsar la competitividad de nuestro país, tendría graves consecuencias. Debe recordarse que, en el caso de México, el sector industrial, y en especial el manufacturero, han jugado un papel preponderante en el crecimiento de la economía desde principios de los años noventa.

Finalmente, algunos analistas han destacado que la incertidumbre política en México podría incrementarse al irse aproximando el proceso electoral del 2006, lo cual podría dar lugar a una mayor volatilidad en nuestros mercados financieros. Al respecto, es importante destacar que se han reducido significativamente las vulnerabilidades de la economía nacional, con lo cual ésta se encuentra en una mejor posición para hacer frente a posibles perturbaciones, ya sean éstas de índole externa, o interna.

De esta manera, se manifiestan los beneficios de contar con un firme anclaje macroeconómico, del cual la política monetaria ha sido un elemento fundamental.

La estabilidad es una condición indispensable, pero no la única, que se requiere para un crecimiento sostenido. En este contexto, se hace patente una vez más la necesidad de avanzar en la agenda de cambio estructural que aún está pendiente en México. La actividad económica necesita urgentemente un marco regulatorio moderno, que se traduzca en mayores incentivos para la inversión, en mejoras en la productividad, en un aumento en la demanda de empleo y, por ende, en mayores tasas de crecimiento económico.

En la medida en la que se alcancen consensos amplios y con una visión de largo plazo en materia de reformas, se podrán revertir los rezagos de competitividad que, en los últimos años, ha acumulado la economía mexicana frente a otras economías emergentes. Así, un mayor avance en materia de reforma estructural permitirá aprovechar más adecuadamente las oportunidades que brinda la posición estratégica de nuestro país, y abriría mayores márgenes de maniobra para fortalecer las políticas sociales.

Notas:

1 La expansión del consumo privado pasó de 6.4 por ciento en el segundo semestre de 2004 a 4.9 por ciento en el primero de 2005, mien-

tras que la del sector público lo hizo de -1 a -0.3 por ciento en igual periodo.

2 La región norte se refiere a los estados de Baja California, Baja California Sur, Coahuila, Chihuahua, Nuevo León, Sonora y Tamaulipas.

3 Los precios internos de la gasolina se deslizaron durante el primer semestre del año a un ritmo congruente con una variación anual de 3 por ciento. En el caso de las ciudades fronterizas, los precios de la gasolina se fijan con relación a la ciudad extranjera más próxima, teniendo como techo el precio vigente en el interior del país. Cabe señalar, que las cotizaciones en dichas ciudades han alcanzado el referido techo. Ello ha limitado los aumentos mensuales de dichos precios, que en el acumulado para el semestre resultaron menores a los observados en igual periodo del año anterior.

4 Las expectativas de inflación tanto para el cierre de 2007 como para la tasa promedio anual en el periodo 2006-2009 fueron de 3.76 por ciento en junio de 2005.

5 Promedio de saldos diarios. Para el PIB se utiliza el promedio de los últimos cuatro trimestres (III 2004 a II 2005).

6 La evidencia histórica permite constatar que en economías con una inflación baja: i) los efectos de las perturbaciones sobre el ingreso o la tasa de interés se reflejan con mayor lentitud sobre la demanda de dinero; y, ii) dicha demanda tiende a volverse más sensible a cambios en la tasa de interés. Ver Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2003.

7 Las definiciones de activos internacionales y reserva internacional pueden ser consultadas en el Glosario del Comunicado de Prensa sobre el Estado de Cuenta del Banco de México (publicación semanal).

«Informe sobre la Inflación.— Enero - Marzo 2005.— Abril, 2005.

Junta de Gobierno

Gobernador

Guillermo Ortiz Martínez

Subgobernadores

Everardo Elizondo Almaguer

Guillermo Güemez García

Jesús Marcos Yacamán

José Julián Sidaqui Dib.

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 26 de abril de 2005. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

INDICE

Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2005

I. Introducción

II. Evolución y Principales Determinantes de la Inflación Enero - Marzo 2005

II.1. Evolución de la Inflación Durante el Primer Trimestre de 2005

II.1.1. Inflación No Subyacente

II.1.2. Inflación Subyacente

II.1.3. Inflación Mensual

II.1.4. Índice Nacional de Precios Productor

II.2. Principales Determinantes de la Inflación

II.2.1. Entorno Externo

II.2.1.1. Precio del Petróleo

II.2.1.2. Evolución de la Economía de los Estados Unidos

II.2.1.3. Evolución de la Economía del Resto del Mundo

II.2.2. Salarios, Productividad y Empleo

II.2.2.1. Salarios Contractuales

II.2.2.2. Remuneraciones y Productividad

II.2.2.3. Empleo

II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

II.2.4. Balanza de Pagos y Flujos de Capital

III. La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2005

III.1. Acciones de Política Monetaria

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales

III.2.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

IV. Perspectivas del Sector Privado para 2005-2006

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

IV.1.1. Expectativas sobre la Inflación

V. Balance de Riesgos y Conclusiones

I. Introducción

La actividad económica mundial mantuvo un ritmo de crecimiento favorable durante el primer trimestre de 2005. En particular, las economías de los Estados Unidos y de los países emergentes de Asia continuaron siendo los principales motores de la expansión. En este entorno, los precios del petróleo registraron importantes aumentos. No obstante, debe destacarse que los principales analistas continúan anticipando que el crecimiento de la economía mundial, y el de la estadounidense en particular, se desacelerará durante 2005 con relación al año previo.

Durante el primer trimestre del año la demanda agregada en los Estados Unidos mostró un comportamiento dinámico -si bien con cierto debilitamiento hacia finales del periodo-, que dio lugar a una ampliación de su déficit externo y a una reducción de los márgenes de capacidad de producción ociosa. En este contexto, surgió cierta preocupación de que el aumento de los precios al productor de bienes intermedios y materias primas esté generando presiones de costos que los productores, eventualmente, podrían trasladar al consumidor final.

Cabe señalar que aunque la inflación en los Estados Unidos ha mostrado una tendencia ascendente, ha continuado ubicada dentro de intervalos moderados. La confianza en el manejo de la política monetaria por parte de las autoridades estadounidenses, el debilitamiento reciente de algunos indicadores de la actividad económica y, en general, la previsión de que la economía se desacelerará, han contribuido a que las expectativas de inflación se hayan mantenido contenidas.

Como se puede apreciar, durante los últimos meses se ha complicado la evaluación de las perspectivas para la inflación en los Estados Unidos, así como la consecuente reacción del Banco de la Reserva Federal, lo que ha provocado volatilidad de las tasas de interés de largo plazo en ese país.

En dicho contexto, es importante destacar que los mercados internacionales han venido mostrando cierta cautela respecto a los instrumentos de deuda de mayor riesgo. En particular, se ha presentado un incremento en los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de las economías emergentes y de los bonos corporativos estadounidenses de riesgo similar. Ello responde, por un lado, a la mayor incertidumbre inflacionaria en los Estados Unidos y, por otro, al deterioro crediticio de algunos emisores esta-

dounidenses, lo cual está dando lugar a que se presente una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. En consecuencia, las condiciones de acceso al financiamiento que enfrentan las economías emergentes, tanto en los mercados externos como internos, han mostrado cierto deterioro, sobre todo para aquellos emisores soberanos y privados de menor calidad crediticia.

En lo que atañe a México, la actividad económica nacional mantuvo una expansión significativa durante el primer trimestre de 2005. A ello contribuyeron los distintos componentes de la demanda agregada, tanto los de origen interno, como la demanda de exportaciones. Así, el consumo continuó registrando un importante crecimiento anual, mientras que se mantuvo el avance de la inversión.

Entre los factores que han sustentado la expansión del gasto interno, tanto del consumo como de la inversión, destaca la amplia disponibilidad de recursos financieros. Ésta ha respondido tanto a los mayores ingresos del exterior provenientes de la exportación de petróleo y de las remesas familiares, como a la mayor disponibilidad de financiamiento interno. Sobre esto último destaca el vigor con el que se expande el crédito al consumo e hipotecario, así como el repunte reciente del crédito a empresas.

Debe señalarse que la expansión de la demanda agregada y del producto han implicado crecientes importaciones de bienes y servicios. Inclusive, se anticipa que durante el primer trimestre del año el crecimiento anual del gasto interno haya superado al que registró el PIB. A su vez, la evolución de los distintos componentes de la demanda agregada muestra que la contribución al crecimiento económico en 2005 descansará en mayor medida en el gasto interno que en la demanda externa. Es importante resaltar que, a pesar del ambiente descrito, la información disponible no permite identificar presiones de inflación considerables provenientes de esta vía.

El entorno externo ha continuado influyendo de manera importante sobre la evolución general de la inflación en México. Así, si bien durante 2004 la inflación general se vio afectada por diversas perturbaciones de oferta, principalmente asociadas a los precios internacionales de diversas materias primas y de los alimentos, durante el primer trimestre de 2005 algunas de estas presiones han comenzado a revertirse. Asimismo, se normalizaron las condiciones de oferta de algunos productos agrícolas que habían registrado importantes incrementos en sus precios hacia finales de 2004.

Como resultado de las condiciones anteriores, la inflación general anual se redujo de 5.19 por ciento al cierre de 2004, a 4.39 por ciento en marzo del presente año. Ello ha contribuido a que las expectativas de inflación para 2005 y 2006 hayan comenzado a descender. No obstante, conviene señalar:

- a) la inflación subyacente y sus expectativas aun se encuentran en niveles elevados con respecto al objetivo de inflación. Ello sugiere que éste aun no ha sido incorporado de manera generalizada en la formación de precios en la economía;
- b) la inflación subyacente de servicios distintos a la vivienda se ha visto presionada al alza como secuela de los aumentos de los precios de alimentos y energéticos ocurridos en los meses anteriores; y,
- c) recientemente, se ha registrado un nuevo repunte en los niveles y la volatilidad de las cotizaciones internacionales de diversas materias primas, especialmente las energéticas.

La Junta de Gobierno del Banco de México considera fundamental contener el impulso alcista de las diversas perturbaciones de oferta que han afectado a la economía, evitando que se contamine el proceso de formación de precios y,

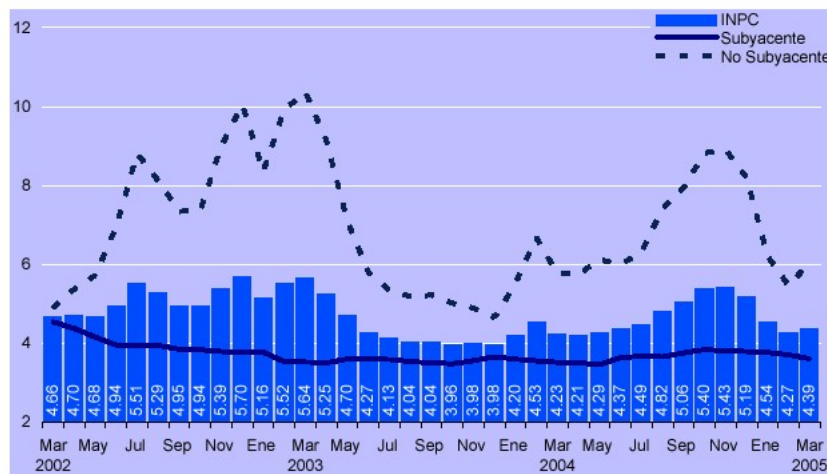
en particular, las negociaciones salariales. Asimismo, mantiene una actitud vigilante frente a la posibilidad de que surjan presiones inflacionarias por el lado de la demanda. Considerando lo anterior, durante el primer trimestre de 2005 continuó restringiendo la postura de política monetaria.

II. Evolución y Principales Determinantes de la Inflación Enero - Marzo 2005

II.1. Evolución de la Inflación Durante el Primer Trimestre de 2005

La inflación general anual se situó al cierre del primer trimestre de 2005 en 4.39 por ciento. Ello implicó un decremento de 0.80 puntos porcentuales con respecto a la cifra registrada en diciembre del año previo. En ese lapso, la inflación subyacente anual disminuyó 0.19 puntos y la no subyacente 2.16 puntos, para alcanzar niveles de 3.61 y 6.04 por ciento. Por tanto, la mayor parte de la reducción que mostró el indicador de la inflación general provino del componente no subyacente del INPC (Gráfica 1 y Cuadro 1). La disminución que se observó en la inflación no subyacente permitió cerrar la brecha que mantiene con el indicador subyacente, la cual pasó de 4.4 puntos porcentuales en diciembre de 2004, a 2.43 puntos en marzo de 2005.

Gráfica 1 Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



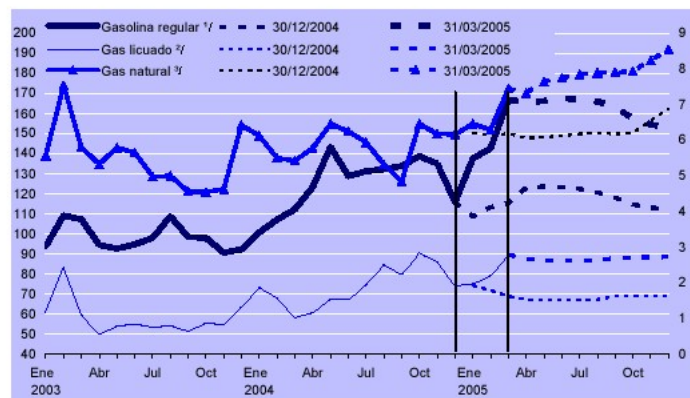
Cuadro 1 Componentes del Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento

	Dic-2003/ Dic-2002	Dic-2004/ Dic-2003	Ene-2005/ Ene-2004	Feb-2005/ Feb-2004	Mar-2005/ Mar-2004	Diferencia Puntos porcentuales	Diferencia
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(b-a)	(e-b)
INPC	3.98	5.19	4.54	4.27	4.39	1.2143	-0.8052
Subyacente	3.66	3.80	3.77	3.71	3.61	0.1308	-0.1853
Mercancías	2.62	3.87	3.78	3.67	3.61	1.2489	-0.2587
Alimentos	4.70	7.04	6.59	6.18	5.90	2.3460	-1.1378
Otras mercancías	1.24	1.69	1.83	1.92	2.00	0.4490	0.3158
Servicios	4.84	3.72	3.76	3.76	3.61	-1.1250	-0.1044
Vivienda	4.12	3.70	3.63	3.54	3.06	-0.4266	-0.6378
Otros servicios	5.72	3.74	3.92	4.03	4.28	-1.9788	0.5387
No Subyacente	4.66	8.20	6.20	5.46	6.04	3.5405	-2.1556
Agropecuarios	3.65	10.11	3.49	3.06	5.73	6.4566	-4.3775
Frutas y Verduras	-2.36	6.43	-5.75	-4.59	4.65	8.7948	-1.7780
Pecuarios	8.34	12.69	9.69	8.04	6.39	4.3506	-6.3026
Administrados y Concertados	3.91	7.51	6.99	5.92	5.70	3.5997	-1.8020
Administrados	6.11	10.02	10.05	8.68	8.39	3.9038	-1.6245
Concertados	1.90	5.13	4.14	3.36	3.19	3.2296	-1.9432
Educación	8.59	7.50	7.81	7.59	7.55	-1.0956	0.0524

Durante 2004, la inflación general anual en México se vio afectada por diversas perturbaciones de oferta, en particular: i) aquéllas asociadas con el alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas (Gráfica 2); ii) las que se derivaron de decisiones administrativas respecto a la aplicación de tarifas locales en algunos bienes y servicios concertados (Gráfica 3);¹ y, iii) las que provinieron de alguna afectación particular de la producción agropecuaria en México y/o en los Estados Unidos.² En los tres casos, el impacto directo de las perturbaciones afectó los subíndices del componente no subyacente del INPC (productos agropecuarios, y bienes y servicios administrados y concertados). Adicionalmente, en el primer caso, el efecto también se reflejó en los precios del grupo de los alimentos que forman parte de la inflación subyacente (Gráfica 3, Gráfica 4 y Cuadro 1).

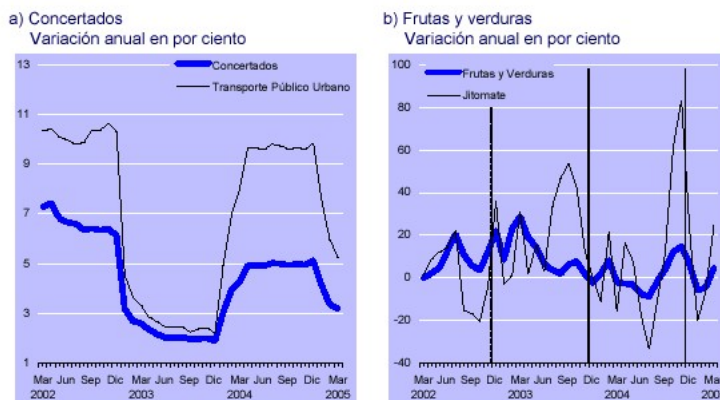
Las perturbaciones de oferta descritas tuvieron un impacto considerable sobre la inflación no subyacente en 2004 (Cuadro 1). En 2005, algunos de estos choques se han revertido, mientras que otros lo vienen haciendo gradualmente. Así, durante el primer trimestre de 2005 la inflación no subyacente anual disminuyó 2.16 puntos porcentuales. La reducción fue impulsada por menores tasas de crecimiento de los subíndices de precios de los productos agropecuarios, y de los bienes y servicios administrados y concertados. A continuación se describen las presiones que registraron los subíndices afectados y su comportamiento más reciente.

Gráfica 2 Precios Internacionales Observados y a Futuro de Energéticos

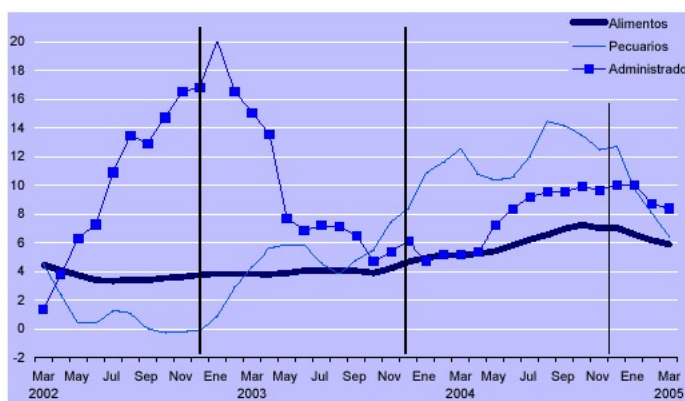


1/ Texas. Centavos de dólar por galón, (escala izquierda).
2/ Mont Belvieu. Tx. Centavos de dólar por galón, (escala izquierda).
3/ TETCO. Tx. Dólares por MMBtu, (escala derecha).

Gráfica 3 Subíndices de Precios Concertados y de Frutas y Verduras



Gráfica 4 Subíndice Subyacente de Alimentos y Subíndices No Subyacentes Seleccionados



II.1.1. Inflación No Subyacente

II.1.1. Inflación No Subyacente

En primer lugar, el subíndice de los precios administrados resultó impactado en 2004 por el alza de las cotizaciones internacionales de los energéticos. No obstante, y a pesar que durante los primeros meses de 2005 los precios internacionales de los energéticos y sus derivados volvieron a mostrar incrementos, a inicios de 2005 se adoptaron diversas medidas para que algunos de los precios de los bienes y servicios administrados tuvieran una evolución más acorde con la meta de inflación. Ello, al tiempo que los precios de algunas materias primas que inciden sobre las tarifas eléctricas se han reducido (Gráfica 5).

De esta manera, durante el primer trimestre del año en curso, la tasa de variación anual del subíndice de precios administrados disminuyó 1.63 puntos porcentuales con res-

pecto al cierre observado en 2004, para alcanzar un nivel de 8.39 por ciento al cierre de marzo de 2005 (Gráfica 5). Ello es atribuible a los siguientes factores: i) la electricidad es el genérico que más ha contribuido a la reducción de la inflación del referido subíndice, lo que se explica por la unificación de los dos tramos de cobro que anteriormente tenían las tarifas domésticas de alto consumo (DAC) a partir de febrero de 2005, y a la baja que mostraron los precios de algunos insumos que se emplean para generar la electricidad;^{3, 4} ii) en los precios de la gasolina se observaron menores variaciones mensuales con relación a las del mismo periodo del año anterior; y, iii) se estableció que durante 2005 los precios del gas LP se incrementasen mensualmente en un intervalo comprendido entre 0.75 y 1.75 por ciento, considerando el promedio móvil de 12 meses de la referencia internacional como indicador. Si la variación mensual de este último cae fuera del intervalo, entonces se

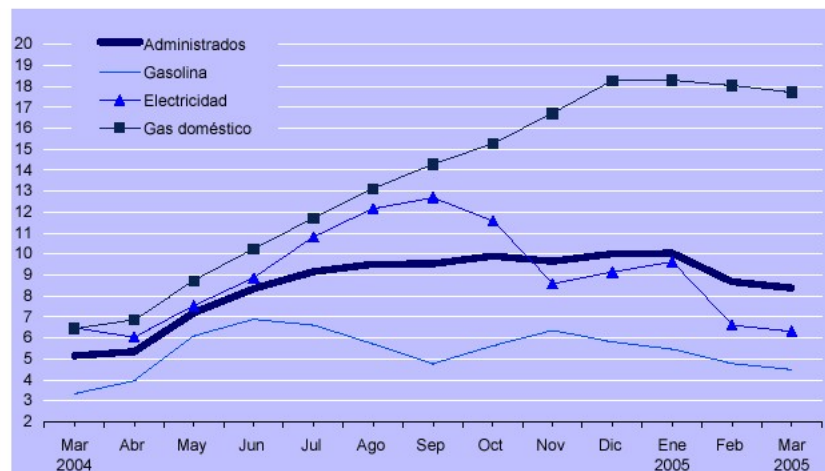
toma la cota más próxima, sea la superior o inferior. Durante los primeros tres meses del año, de acuerdo a la mecánica señalada, el precio del gas LP se deslizó conforme a la cota inferior del intervalo. Sin embargo, debe resaltarse que aunque se mantuviera el incremento de precios del gas LP en la referida cota inferior durante lo que resta del año, su tasa de crecimiento anual alcanzaría 9.55 por ciento en diciembre de 2005. ⁵

En lo que se refiere al subíndice de precios concertados, entre diciembre de 2004 y marzo de 2005 su tasa de variación anual disminuyó de 5.13 a 3.19 por ciento. Esta reducción fue consecuencia, principalmente, de una menor incidencia de los incrementos que registraron los precios del transporte público urbano durante el primer trimestre de 2005, en comparación con los ocurridos en el mismo trimestre del año previo. Ello debido a los menores incrementos en las tarifas de dicho servicio, así como de su ocurrencia en ciudades con una menor ponderación en el INPC (Gráfica 3).

De diciembre de 2004 a marzo de 2005, la tasa de variación anual del subíndice de precios agropecuarios disminuyó de 10.11 a 5.73 por ciento. En lo que concierne a los productos pecuarios, la reducción de los precios de los granos que se utilizan en la elaboración de los alimentos para el ganado y la regularización de la oferta de productos cárnicos en los Estados Unidos han permitido que durante el trimestre analizado los precios de estos productos hayan registrado incrementos mensuales significativamente menores a los

observados en igual periodo de 2004. Lo anterior, aunado a un incremento en la oferta de huevo, se ha traducido en una reducción en la tasa de variación anual de los precios de los productos pecuarios, que pasó de 12.69 a 6.39 por ciento en el lapso referido (Cuadro 1).

Gráfica 5 Subíndice de Precios de Bienes y Servicios Administrados
Variación anual en por ciento



La variación anual del rubro de las frutas y verduras disminuyó 1.78 puntos de diciembre de 2004 a marzo de 2005. Al respecto, la trayectoria que presentó en el trimestre el referido rubro estuvo en buena medida influida por el comportamiento de los precios del jitomate, que registraron alzas considerables en la segunda mitad del 2004; no obstante, éstos disminuyeron significativamente durante las primeras tres quincenas del año. Cabe señalar que esta última tendencia se revirtió parcialmente a lo largo de las quincenas restantes del trimestre y ha continuado presentando un comportamiento alcista en abril (Gráfica 3).

II.1.2. Inflación Subyacente

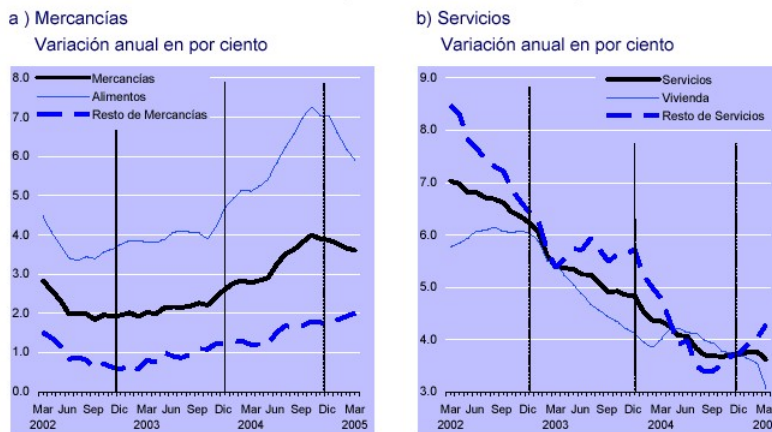
La disminución observada en la inflación subyacente anual al cierre del primer trimestre de 2005, con relación a diciembre de 2004, se derivó de menores tasas de variación tanto del subíndice de las mercancías, como del de los servicios. Sin embargo, la mayor contribución a esa baja provino del primero, cuya variación anual se redujo en el periodo analizado de 3.87 a 3.61 por ciento. En lo referente al subíndice de las mercancías, los rubros que lo integran mostraron dos tendencias opuestas durante el trimestre: mientras que la variación anual de los precios de los alimentos descendió 1.14 puntos porcentuales (de 7.04 a 5.90 por ciento), la del resto de las mercancías aumentó 0.31 puntos (de 1.69 a 2.00 por ciento).

En 2004 la inflación subyacente también se vio afectada por las perturbaciones de oferta, especialmente el rubro de los alimentos procesados. Los aumentos de precios de los granos y de los productos cárnicos en los mercados internacionales tuvieron un impacto importante en la inflación de dichos alimentos, cuya tasa anual pasó de 4.70 a 7.04 por ciento de diciembre de 2003 al mismo mes de 2004.⁶ En 2005, al haber descendido los precios de los granos a niveles inferiores a los observados en 2004 y estabilizarse los correspondientes a los de algunas carnes, la tasa de crecimiento anual del subíndice de los alimentos se redujo a 5.90 por ciento (Gráfica 4). Cabe señalar que los genéricos de este grupo que sufrieron los aumentos más acentuados en sus precios durante 2004, así como la mayor reducción de los mismos en los primeros tres meses de 2005, son los que tienen una relación más estrecha con los precios de las materias primas de importación afectadas, tales son los casos de los aceites y grasas vegetales comestibles, el pan dulce, el arroz y el pan blanco, entre otros (Gráfica 7).

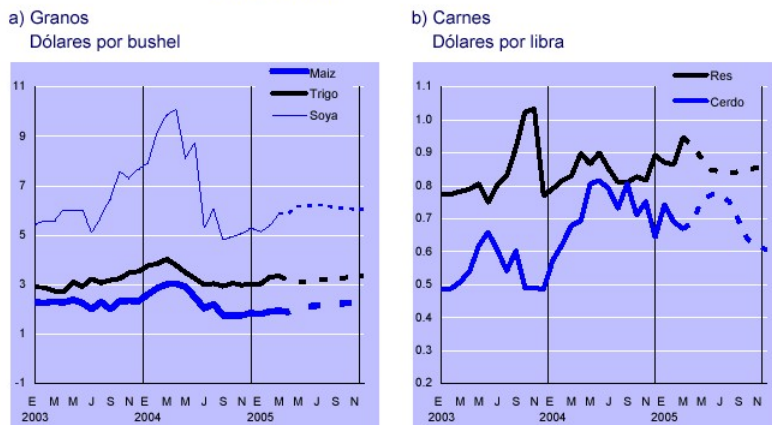
La inflación subyacente anual de los servicios se redujo de 3.72 a 3.61 por ciento de diciembre de 2004 a marzo de

2005. Esta baja fue resultado del descenso de 0.64 puntos porcentuales que registró durante dicho lapso la tasa de variación de los precios del rubro de la vivienda, lo que reflejó la significativa disminución que mostró el ritmo de crecimiento de los costos de la construcción que, a su vez, se vieron influidos por la reducción en los precios del acero. Por otra parte, la tasa de crecimiento anual de los precios del resto de los servicios aumentó durante ese lapso en 0.54 puntos. En general, los precios de los servicios subyacentes, excluyendo vivienda, se han visto presionados por los incrementos en 2004 de los precios internacionales de diversas materias primas que son utilizados como insumos en su elaboración. Adicionalmente, este resultado también se vio afectado por la evolución estacional de los precios de los servicios turísticos, al haber caído la Semana Santa en marzo, mientras que en 2004 dicho periodo vacacional se presentó en abril.

Gráfica 6 Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios



Gráfica 7 Precios Internacionales Observados y a Futuro de Materias Primas Seleccionadas^{1/}



Fuente: Departamento de Agricultura de EEUU.
1/ A partir de abril de 2005 se presentan los precios a futuro.

II.1.3. Inflación Mensual

La inflación mensual resultó de 0.0, 0.33 y 0.45 por ciento en enero, febrero y marzo de 2005, respectivamente. Los resultados correspondientes al primer bimestre quedaron por debajo de los pronósticos captados en la Encuesta de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recabó el Banco de México en diciembre, mientras que en mar-

zo ocurrió lo contrario. Es importante mencionar que los menores niveles de inflación que se observaron en el primer bimestre, en contraste con los registrados en el mismo periodo del año previo, se deben en lo principal al desempeño del componente no subyacente. Ésto se debió tanto a la evolución de los precios de los productos agropecuarios, como a la de los bienes y servicios administrados y concertados.

Cuadro 2 Inflación Mensual Observada y Esperada
Por ciento

Mes	2004				2005			
	Observada			Esperada ^{1/}	Observada			Esperada ^{1/}
	No Subyacente	Subyacente	INPC	INPC	No Subyacente	Subyacente	INPC	INPC
Enero	1.09	0.40	0.62	0.48	-0.77	0.38	0.00	0.52
Febrero	0.86	0.48	0.60	0.26	0.15	0.42	0.33	0.39
Marzo	0.19	0.41	0.34	0.35	0.75	0.31	0.45	0.34

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

II.1.4. Índice Nacional de Precios Productor

En marzo de 2005 la tasa de crecimiento anual del Índice Nacional de Precios Productor (INPP) excluyendo petróleo se ubicó en 5.19 por ciento. Este resultado implicó una reducción de 1.33 puntos porcentuales con respecto a la cifra observada al cierre del trimestre previo, lo que se derivó, en lo fundamental, de disminuciones significativas en las tasas de variación de los subíndices correspondientes a las industrias de la construcción y de los metales básicos, que pertenecen al sector económico secundario (Cuadro

3). Adicionalmente, en el sector económico terciario, la principal contribución a la disminución referida provino de una menor variación anual del subíndice de transporte y comunicaciones.

El menor ritmo de crecimiento que registraron durante el primer trimestre de 2005 las cotizaciones de los productos metálicos y de alambre se reflejó en una reducción de la tasa de variación anual del Índice Nacional del Costo de la Construcción Residencial, que pasó de 12.15 a 3.60 por ciento de diciembre de 2004 a marzo de 2005.

Cuadro 3 Índice Nacional de Precios Productor Excluyendo Petróleo
Mercancías y servicios finales, variación anual en por ciento

Concepto	Variación Anual		Incidencia Anual ^{1/}		Diferencia (b) - (a)
	Dic. 04	Mar. 05	Dic. 04 (a)	Mar. 05 (b)	
INPP	6.52	5.19	6.52	5.19	-1.33
Sector Económico Primario	8.58	7.99	0.31	0.29	-0.01
Agropecuario, silvicultura y pesca	8.08	8.16	0.26	0.27	0.01
Minería	13.12	6.50	0.05	0.02	-0.02
Sector Económico Secundario	7.78	5.12	3.23	2.15	-1.08
Industria manufacturera	5.10	4.88	1.51	1.43	-0.08
Alimentos, bebidas y tabaco	7.27	6.01	0.69	0.57	-0.12
Textiles, prendas de vestir e industria del cuero	2.88	2.99	0.08	0.08	0.00
Industria de la madera y sus productos	8.68	9.06	0.03	0.03	0.00
Papel y sus productos, imprentas y editoriales	2.96	7.24	0.04	0.09	0.05
Industrias químicas, de petróleo, caucho y plástico	8.98	9.67	0.37	0.39	0.02
Productos de minerales no metálicos	1.59	1.97	0.02	0.02	0.00
Industrias metálicas básicas	48.86	3.70	0.14	0.01	-0.12
Productos metálicos, maquinaria y equipo	1.43	2.27	0.14	0.22	0.08
Otras industrias manufactureras	2.68	3.36	0.01	0.02	0.00
Construcción	14.49	5.68	1.72	0.72	-1.00
Sector Económico Terciario	5.44	5.05	2.98	2.75	-0.23
Electricidad y Gas	11.32	7.30	0.19	0.12	-0.07
Restaurantes y hoteles	5.22	5.25	0.34	0.34	0.00
Transporte y comunicaciones	8.23	6.66	1.21	0.98	-0.23
Alquiler de inmuebles	3.63	3.10	0.40	0.34	-0.06
Servicios comunales, sociales y personales	4.03	4.70	0.84	0.96	0.12

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

Sin embargo, aun cuando la tasa de variación anual del INPP excluyendo petróleo disminuyó significativamente durante el primer trimestre de 2005, ésta todavía se encuentra en un nivel elevado. Ello implica una presión alcista sobre los costos que enfrentan los oferentes de bienes y servicios destinados al consumo de las familias.

II.2. Principales Determinantes de la Inflación

II.2.1. Entorno Externo

La actividad económica mundial mantuvo un ritmo de crecimiento favorable durante el primer trimestre de 2005, después de haber registrado en 2004 su incremento más

elevado en 28 años. Las economías de los Estados Unidos y de los países emergentes de Asia continuaron como los principales motores de la expansión, en tanto que Japón y los países de la zona del euro siguieron mostrando signos de debilidad. Se estima que el PIB estadounidense registró un ritmo de crecimiento por encima de su potencial durante el trimestre. La reducción de los márgenes de capacidad ociosa y el aumento de los precios del petróleo a niveles récord, entre otros factores, dieron lugar a una mayor incertidumbre sobre las perspectivas inflacionarias en los Estados Unidos. En este contexto, las tasas de interés de largo plazo en ese país han mostrado mayor volatilidad. Por otra parte, la tendencia decreciente de los márgenes sobre la deuda soberana de las economías emergentes comenzó a

revertirse en marzo, como resultado de la mayor incertidumbre inflacionaria en los Estados Unidos y un aumento de la percepción de riesgo por parte de los inversionistas.

II.2.1.1. Precio del Petróleo

Los precios del petróleo retomaron su tendencia alcista durante el primer trimestre del año, registrando a mediados de marzo máximos históricos. El precio del WTI promedió 49.92 dólares por barril en el periodo enero-marzo (alcanzando un máximo de 56.82 dólares por barril el 18 de marzo), un alza de 1.67 dólares respecto al precio promedio del cuarto trimestre del año anterior. Por su parte, el precio promedio de la mezcla mexicana de exportación se ubicó en 34.26 dólares, 0.72 dólares por encima de la cifra ob-

servada en el trimestre previo.⁷ Cabe destacar que el diferencial entre la mezcla mexicana y el WTI se amplió a lo largo del periodo enero-marzo, reflejando la mayor demanda de petróleo ligero en los mercados internacionales.⁸

La evolución de los precios internacionales del crudo durante los primeros meses de 2005 respondió principalmente al vigoroso crecimiento de la demanda mundial, en un contexto de márgenes reducidos para expandir la oferta (Gráfica 8). La expectativa de que esta situación persista por algún tiempo ha repercutido en el comportamiento de los precios en los mercados a futuros. Así, el contrato para entrega del WTI a 12 meses alcanzó 55.60 dólares a finales de marzo.

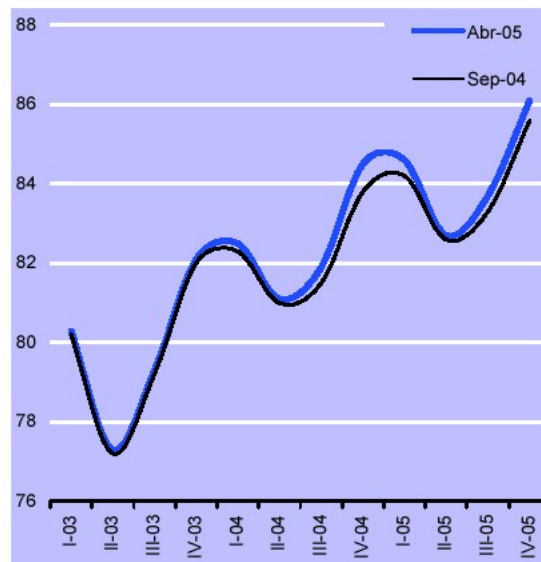
Gráfica 8 Indicadores de Petróleo

a) Producción de Crudo de la OPEP
Millones de barriles diarios



Fuente: Agencia Internacional de Energía.

b) Estimaciones de Demanda Mundial de Petróleo
Millones de barriles diarios



Fuente: Agencia Internacional de Energía.

II.2.1.2. Evolución de la Economía de los Estados Unidos

Durante el último trimestre de 2004, la actividad económica en los Estados Unidos registró una tasa de crecimiento trimestral anualizada de 3.8 por ciento (3.9 por ciento a tasa anual). La economía estadounidense fue impulsada en ese periodo por la expansión de la demanda interna. El consumo aumentó 4.2 por ciento a tasa trimestral anualizada (3.8 por ciento a tasa anual), mientras que la inversión

no residencial, que registró crecimientos de más de 10 por ciento a tasa anual en cada trimestre del año, se incrementó en 14.5 por ciento a tasa trimestral anualizada (11.0 a tasa anual). Cabe destacar que la actividad económica mantuvo su dinamismo a pesar del considerable deterioro del sector externo: la ampliación del déficit de la balanza de bienes y servicios sustrajo 1.4 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento trimestral anualizada del PIB. Es importante señalar que al cierre de 2004, se registraron trece trimestres consecutivos de expansión económica.

Los indicadores oportunos disponibles sugieren que, durante enero-marzo de 2005, la actividad económica mantuvo un ritmo de crecimiento similar al observado en el último trimestre del año previo. Tal evolución estuvo nuevamente determinada por el comportamiento de la demanda interna. La sostenida expansión del ingreso y de la riqueza de los hogares ha venido impulsando el gasto en consumo, el cual se expandió durante el bimestre enero-febrero a una tasa anualizada de 4.3 por ciento respecto al bimestre octubre-noviembre de 2004. Sin embargo, las recientes alzas en los precios de la energía incidieron nuevamente sobre el poder adquisitivo de los hogares y las ventas al menudeo registraron una desaceleración en el último mes del trimestre. Por su parte, la inversión en equipo y software parece haber mantenido tasas de crecimiento elevadas, a juzgar por la fortaleza de los pedidos y envíos de

bienes de capital. Adicionalmente, la trayectoria de los componentes del gasto en construcción sugiere que la inversión residencial continuó haciendo una contribución significativa al crecimiento del PIB. En contraste, el déficit comercial siguió ampliándose durante enero y febrero, con lo cual se avizora que el sector externo tendrá otra importante contribución negativa al crecimiento. Si bien la información dada a conocer a lo largo del trimestre impulsó una revisión al alza en las expectativas de crecimiento de los analistas, dicho ajuste se revirtió con la publicación de indicadores para el mes de marzo, los cuales apuntan a un impacto significativo del aumento en el costo de la energía sobre el gasto y la actividad. Los analistas estiman que el PIB se expandió a una tasa trimestral anualizada de 3.9 por ciento (3.8 por ciento a tasa anual) en el primer trimestre de 2005 (Cuadro 4).

Cuadro 4 Crecimiento del PIB y de la Producción Industrial de los Estados Unidos

Variación anual y trimestral anualizada en por ciento

	PIB				
	Esperado al finalizar el cuarto trimestre		Información más reciente		
	1-2005 ^{1/}	2005 ^{2/}	1-2005 ^{1/}	2005 ^{2/}	2006 ^{2/}
Consensus Forecasts ^{3/}	3.2	3.5	4.0	3.7	3.4
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	3.3	3.5	3.9	3.7	3.4
	Producción Industrial				
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	4.3	4.2	4.3	4.1	4.0

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

2/ Variación anual en por ciento.

3/ Consensus Forecasts del 6 de diciembre de 2004, 14 de marzo y 11 de abril de 2005.

4/ Blue Chip Economic Indicators del 10 de diciembre de 2004 y 10 de abril de 2005

El crecimiento de la producción industrial durante el trimestre (3.8 por ciento anual) se mantuvo por encima de su promedio histórico (2.8 por ciento en promedio anual durante el periodo 1972-2004). La expansión de la producción industrial ha sido impulsada en buena medida por la demanda de bienes de inversión. En particular, el componente de alta tecnología ha venido creciendo desde julio de 2003 a tasas anuales de alrededor de 20 por ciento. En este contexto, el índice de utilización de la capacidad instalada aumentó de un mínimo de 74.4 por ciento a finales de 2001, a 79.4 por ciento en marzo de 2005 (Gráfica 9). En el caso de la producción de bienes finales, la utilización de la capacidad instalada se ubicó en marzo de este año en 76.6 por ciento, nivel cercano a su promedio histórico

(77.9 por ciento para el periodo 1972-2004).⁹ Los analistas encuestados por Blue Chip esperan un incremento de la producción industrial de 4.1 por ciento en 2005.

La recuperación económica continuó reflejándose en el fortalecimiento del mercado laboral durante el primer trimestre de 2005. La nómina del sector no agrícola agregó 477 mil empleos en ese periodo. No obstante, el promedio mensual de empleos creados desde junio de 2003 (fecha del máximo reciente de la tasa de desempleo) a marzo de 2005 fue de solamente 141 mil plazas. Esta cifra es modesta en comparación con periodos previos de repunte cíclico. De esta forma, si bien la tasa de desempleo cayó de 6.3 a 5.2 por ciento durante el periodo señalado, esto se

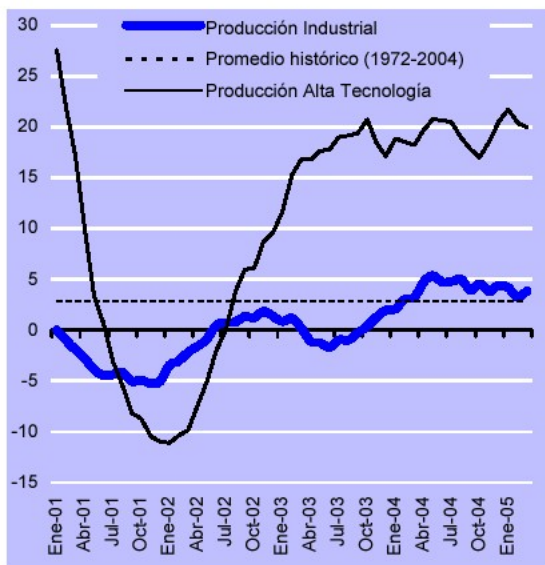
debió casi exclusivamente a una disminución de la tasa de participación (es decir, el porcentaje de la población económicamente activa que se declara disponible para trabajar). Cabe destacar que el empleo en el sector manufacturero, que ha mostrado una fuerte contracción en los últimos años, disminuyó nuevamente en el período enero- marzo.

El crecimiento continuo de la economía y la consecuente disminución de los márgenes de recursos ociosos, combinado con otros factores, dio lugar a cierta preocupación por la posibilidad de un repunte de la inflación. Al respecto, se ha señalado que la reducción de la tasa de crecimiento de la productividad se reflejó a finales de 2004 en un aumento de los costos laborales unitarios, variable que constituye uno de los principales determinantes de la inflación subyacente en los Estados Unidos. Adicionalmente, el aumento de los precios al productor de bienes intermedios y materias primas es susceptible de generar presiones de costos que los productores podrían empezar a trasladar al consumidor final. A esto se añaden los riesgos que resultan del aumento en los precios del petróleo y, en menor medida, de la depreciación acumulada del dólar desde febrero de 2002.

Sin embargo, el debilitamiento reciente de algunos indicadores de la actividad económica parece haber disminuido los temores de un repunte de la inflación. En este contexto, el ritmo de crecimiento de los precios ha mostrado una tendencia ascendente, pero se ha mantenido dentro de intervalos moderados. El deflactor del consumo excluyendo alimentos y energía, uno de los indicadores más utilizados por la Reserva Federal para la medición de las presiones inflacionarias, registró una tasa anual de variación de 1.6 por ciento en febrero de 2005, 6 décimas por arriba de su mínimo reciente (septiembre de 2003). Asimismo, el crecimiento anual del índice de precios al consumidor aumentó de 1.7 por ciento en marzo de 2004, a 3.1 por ciento en marzo de este año, en buena medida debido al alza en los precios de los energéticos (Gráfica 10). Por su parte, la inflación subyacente ha mostrado una tendencia al alza desde principios del año pasado, registrando en marzo de 2005 un crecimiento anual de 2.3 por ciento, cifra similar al nivel de las expectativas de largo plazo (alrededor de 2.5 por ciento anual)

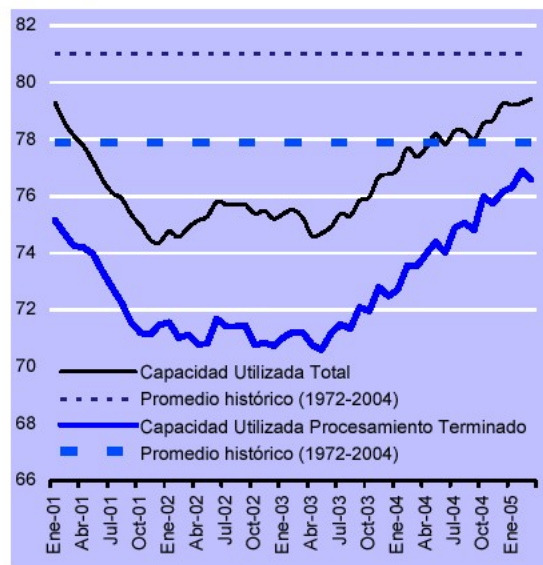
Gráfica 9 **EUA: Producción Industrial y Capacidad Instalada**
Variación anual en por ciento y por ciento

a) Producción Industrial



Fuente: Federal Reserve.

b) Capacidad Instalada



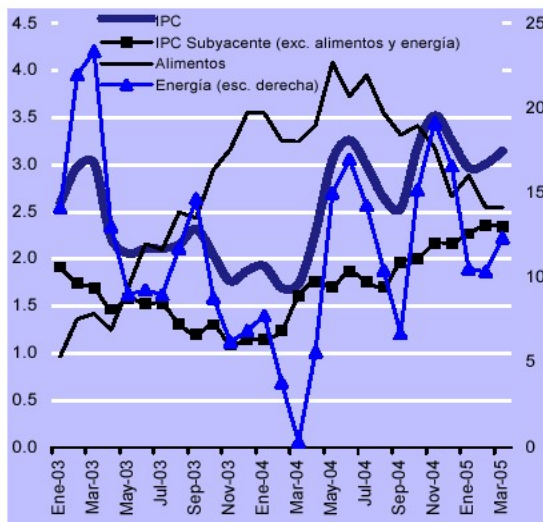
Fuente: Federal Reserve.

El Banco de la Reserva Federal continuó orientado a reducir el estímulo de la política monetaria durante los primeros meses de 2005. Así, en sus reuniones de febrero y marzo el objetivo para la tasa de fondos federales fue elevado en cada ocasión en un cuarto de punto porcentual, para ubicarlo en un nivel de 2.75 por ciento. Ante la expectativa de que la inflación subyacente se mantenga contenida, el Comité para Operaciones de Mercado Abierto decidió conti-

nuar con la política de retiro del estímulo monetario a un ritmo medurado. Como resultado de la etapa actual del ciclo económico y el bajo nivel de la tasa de fondos federales en términos reales, se espera que las tasas de interés de corto plazo continúen aumentando a lo largo del año, en tanto que la Reserva Federal se mantiene vigilante respecto a la posible aparición de presiones inflacionarias.¹⁰

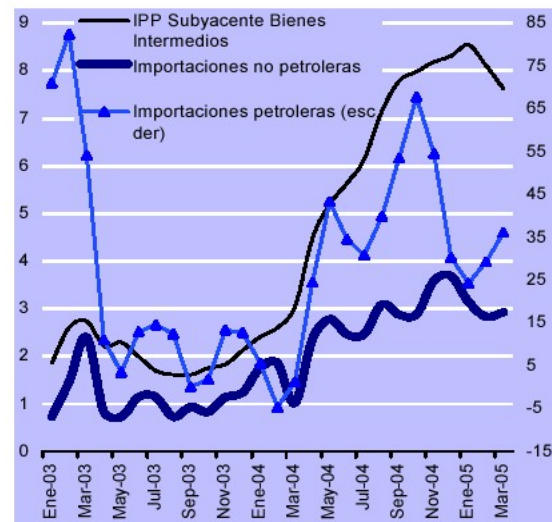
Gráfica 10 **EUA: Índices de Precios**
Variación anual en por ciento

a) Precios al Consumidor



Fuente: BLS.

b) Precios al Productor y Precios de Importaciones



Fuente: BLS.

Las tasas de interés de los bonos del Tesoro a 10 años habían estado fluctuando en torno a un nivel de 4.2 por ciento de finales del verano de 2004 hasta principios de febrero, sin verse influidas mayormente por el aumento en las tasas de corto plazo. Sin embargo, después de registrar un mínimo de 3.98 por ciento a mediados de febrero, iniciaron una tendencia alcista para ubicarse en 4.48 por ciento a finales de marzo. Este repunte parece haber sido influenciado, en parte, por los comentarios del Presidente de la Reserva Federal sobre las diferentes trayectorias seguidas por las tasas de corto y largo plazo desde junio de 2004. Asimismo, pudiera haber influido sobre el ánimo de los inversionistas la percepción de mayores riesgos inflacionarios por parte de algunos analistas. Esta incipiente alza en las tasas de largo plazo se vio interrumpida a mediados de abril con la publicación de cifras que apuntan a cierto debilitamiento del gasto y de la actividad manufacturera hacia el cierre del primer trimestre del año.¹¹

El comportamiento de los mercados accionarios durante el primer trimestre se vio influido por la evolución de los precios del petróleo y de las tasas de interés estadounidenses. Los índices Dow Jones y NASDAQ cayeron 2.6 y 8.1 por ciento, respectivamente, frente a los niveles observados al cierre del año anterior, perdiendo parte de las ganancias obtenidas durante 2004.¹² Por otra parte, las perspectivas favorables de crecimiento económico en los Estados Unidos y la expectativa de un mayor diferencial de tasas de interés a favor de este país, entre otros factores, fortalecieron durante los primeros meses del año el valor del dólar frente a las principales monedas, a pesar de la ampliación del déficit externo. De finales de 2004 al término del primer trimestre, la divisa norteamericana se apreció 2.9 por ciento en términos nominales efectivos frente a las principales monedas. No obstante, a finales de marzo, el tipo de cambio nominal del dólar contra dichas divisas se había depreciado 27.5 por ciento en relación al máximo alcanzado en febrero de 2002.¹³

Los organismos internacionales y los analistas privados han mantenido la perspectiva de una desaceleración de la actividad económica en los Estados Unidos en 2005 y 2006. Se espera que el crecimiento del PIB disminuya de una tasa de 4.4 por ciento en 2004 a 3.7 y 3.4 por ciento en 2005 y 2006, respectivamente (Cuadro 4), en tanto que las expectativas de inflación se han mantenido relativamente estables. Los analistas proyectan incrementos de 2.6 y 2.4 por ciento en promedio para el índice de precios al consumidor durante 2005 y 2006, respectivamente (2.7 por ciento en 2004).

No obstante este escenario, persisten varios factores de riesgo. Cabe destacar, entre ellos, los que se derivan de la magnitud actual de los desequilibrios en el sector externo y en las finanzas públicas. Asimismo, se ha presentado cierta preocupación por el posible impacto sobre la inflación, y por ende sobre las tasas de interés, de la creciente presión sobre la utilización de recursos en la economía y del reciente repunte de los precios del petróleo. En cuanto al desequilibrio externo, el déficit en cuenta corriente estadounidense durante los últimos años, resultado en buena medida del aumento del déficit fiscal de ese país, alcanzó un nivel récord en 2004 y se espera un nuevo deterioro en 2005 y 2006. Una corrección abrupta del déficit externo podría acarrear problemas tanto a los mercados financieros internacionales, como a las perspectivas de crecimiento mundial. Por otro lado, un retraso en su corrección podría hacer más costoso el ajuste en un futuro. Los retos planteados por el elevado déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos se ven acentuados por las dudas de los analistas respecto de la perspectiva para el déficit fiscal de ese país, la debilidad de la actividad económica en algunos de sus principales socios comerciales y la renuencia de otros países de permitir que sus tipos de cambio reflejen las condiciones del mercado. Por supuesto, es de esperarse que el déficit en la balanza en cuenta corriente estadounidense se mantenga en niveles elevados mientras exista interés en el resto del mundo por acumular activos en dólares a las actuales tasas de interés.

II.2.1.3. Evolución de la Economía del Resto del Mundo

La economía de la zona del euro creció 0.6 por ciento a tasa trimestral anualizada en el cuarto trimestre de 2004, después de haber registrado una expansión de 1.0 por ciento en el tercer trimestre. Si bien la situación difiere de un país a otro, a nivel regional la desaceleración de la actividad económica obedeció principalmente al debilitamiento del sector externo. Diversos indicadores oportunos de la de-

manda interna, así como la trayectoria de la producción industrial, sugieren un tenue fortalecimiento de la actividad económica en el primer trimestre de 2005. Sin embargo, los índices de confianza empresarial interrumpieron su tendencia ascendente hacia el cierre del trimestre. Además, la recuperación de la zona del euro enfrenta diversos riesgos, entre ellos los derivados de la apreciación del tipo de cambio y de los mayores precios del petróleo, así como de la fragilidad de la confianza de empresas y consumidores, especialmente en Alemania. En este contexto, los analistas del sector privado han ajustado a la baja sus proyecciones de crecimiento económico en la región durante 2005, esperándose en la actualidad una expansión de 1.5 por ciento (Cuadro 5).¹⁴

Después de registrar dos contracciones consecutivas en el segundo y tercer trimestres, la economía japonesa creció, si bien marginalmente, durante el periodo octubre-diciembre de 2004 (0.5 por ciento a tasa trimestral anualizada). La encuesta de ingreso y gasto de las familias apunta a un fortalecimiento del gasto de los hogares, y las autoridades estiman que la producción industrial repuntó en el primer trimestre. En este entorno, los analistas esperan que se registre un fortalecimiento de la actividad económica, el cual pudiera verse reflejado en los resultados para el periodo enero-marzo. Sin embargo, el gasto puede verse afectado por el reciente aumento de la tasa de desempleo y la continua caída de los salarios. Adicionalmente, la encuesta Tankan de marzo revela un menor optimismo del sector empresarial. Por lo tanto, se proyecta que el PIB crezca tan sólo 1.0 por ciento en 2005.¹⁵

En Asia Emergente se observó un crecimiento sólido del PIB durante el último trimestre de 2004.¹⁶ En particular, el PIB de China se incrementó 9.5 por ciento a tasa anual en dicho periodo, traduciéndose en una nueva aceleración de la actividad a pesar de las medidas instrumentadas durante el año para evitar el riesgo de un sobrecalentamiento de la economía. El crecimiento del PIB en ese lapso estuvo determinado por el fortalecimiento de las exportaciones y la expansión de la inversión. La mayoría de los analistas privados anticipa una disminución en el ritmo de crecimiento económico regional en 2005.¹⁷ Sin embargo, los indicadores disponibles para el primer trimestre del año aún no reflejan dicha desaceleración. En China, por ejemplo, el PIB continuó creciendo por encima de las expectativas (9.5 por ciento a tasa anual).

Cuadro 5 **Crecimiento del PIB en otros Países Industriales**
Variación anual y trimestral anualizada en por ciento

	Pronósticos al finalizar el cuarto trimestre		Información más reciente		
			Estimado	Pronóstico	
	I-2005 ^{1/}	2005 ^{2/}	I-2005 ^{1/}	2005 ^{2/}	2006 ^{2/}
Canadá	2.4	3.0	1.2	2.6	2.9
Eurozona	1.6	1.7	1.6	1.5	1.9
Japón	0.4	1.5	1.6	1.0	1.7
Reino Unido	2.0	2.5	2.0	2.5	2.3

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

2/ Variación anual en por ciento.

Fuente: Consensus Forecasts del 6 de diciembre de 2004, 14 de marzo y 11 de abril de 2005. La variación trimestral anualizada se calcula a partir del pronóstico de variación trimestral que se reporta.

El crecimiento del PIB en América Latina durante 2004 excedió las expectativas, apoyado por un contexto externo favorable (reflejado en una mejora de los términos de intercambio de varios países) y el repunte de la demanda interna. En algunos casos, ésta respondió a su vez en gran parte a la recuperación de episodios de crisis. Así, la región alcanzó durante el año un crecimiento económico estimado en 5.7 por ciento, el mayor desde 1980. Los analistas anticipan una desaceleración del crecimiento del PIB en 2005, a 4.5 por ciento. De hecho, el comportamiento de los indicadores oportunos durante los primeros meses de este año sugiere un menor vigor de la actividad económica en algunos países. En Brasil, la tasa anual de crecimiento de la producción industrial se redujo a 4.4 por ciento en febrero, que se compara con cifras de alrededor de 12 por ciento a mediados del año pasado. Por su parte, el índice mensual de actividad económica de Chile registró en febrero un incremento anual de 5.6 por ciento, cifra inferior a las observadas en el segundo semestre de 2004. En el caso de Argentina, los signos de desaceleración son menos evidentes: el índice mensual de actividad económica se expandió en febrero a una tasa anual de 8.6 por ciento. Por otra parte, en algunos países de la región, entre ellos Brasil y Argentina, se ha observado un aumento de las expectativas de inflación por encima de los límites objetivo establecidos por sus respectivos bancos centrales.

Las condiciones de acceso a financiamiento externo para los países emergentes se mantuvieron en general favorables durante los primeros meses del año. Los márgenes sobre la deuda soberana de este grupo de países, medidos con base en el índice EMBI Global, cayeron a un mínimo histórico de 322 puntos base a principios de marzo. Sin embargo, posteriormente los diferenciales de rendimiento de la deuda de las economías emergentes, al igual que los de los bonos corporativos estadounidenses de riesgo similar, han registrado cierto repunte. En lo anterior ha influido la

incertidumbre inflacionaria en los Estados Unidos, con la consecuente reacción por parte de la Reserva Federal, y el deterioro crediticio de algunos emisores de dicho país, lo cual ha dado lugar a una mayor percepción de riesgo entre los inversionistas y está generando una recomposición en los perfiles de riesgo de las carteras de inversión. El repunte de los márgenes no ha afectado de manera significativa a las economías emergentes, ya que muchas de ellas aprovecharon las condiciones favorables que prevalecieron en el último año para prefinanciar parcial o totalmente sus requerimientos de financiamiento externo para 2005. Cabe señalar que, si bien la situación económica de muchos de estos países los ha hecho menos vulnerables a los aumentos en las tasas de interés externas, no puede descartarse la posibilidad de que un incremento brusco de dichas tasas afecte considerablemente las condiciones de acceso de algunos de ellos, -especialmente los de menor calidad crediticia- a los mercados financieros internacionales.¹⁸

II.2.2. Salarios, Productividad y Empleo

En el primer trimestre de 2005 la evolución de los salarios y de la productividad en México se caracterizó por lo siguiente:

- Los salarios contractuales registraron un incremento promedio igual al observado en el mismo periodo del año anterior.
- El costo unitario de la mano de obra (CUMO) en las industrias maquiladora y manufacturera no maquiladora, así como en el sector comercio al menudeo, continuó registrando variaciones anuales negativas. En general, ello fue consecuencia de aumentos en la productividad y de reducciones en las remuneraciones medias reales en los sectores referidos.

II.2.2.1. Salarios Contractuales

En el periodo enero-marzo de 2005, los salarios contractuales negociados por los trabajadores en empresas de jurisdicción federal registraron un incremento nominal promedio de 4.5 por ciento. Dicha variación fue igual al

aumento correspondiente en el mismo lapso de 2004. Por tipo de propiedad, en las empresas públicas se registró un incremento en los salarios contractuales de 3.6 por ciento en el primer trimestre del año, mientras que en las empresas privadas el aumento fue de 4.7 por ciento (Cuadro 6).

Cuadro 6 Incremento al Salario Contractual y Trabajadores Beneficiados según Tipo de Empresa

Cifras en por ciento

	2004					2005			
	Promedio ^{1/}					Promedio ^{1/}			
	I	II	III	IV	Ene-Dic	Ene	Feb	Mar	Ene-Mar
Incremento al Salario Contractual (por ciento)									
Total	4.5	4.5	4.3	3.4	4.1	4.3	4.5	4.6	4.5
Empresas Públicas	3.9	3.9	4.0	3.0	3.5	3.4	3.3	4.0	3.6
Empresas Privadas	4.6	4.6	4.7	4.3	4.6	4.6	4.7	4.7	4.7
Trabajadores Beneficiados (participación porcentual)									
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Empresas Públicas	20	21	48	72	42	20	10	24	19
Empresas Privadas	80	79	52	28	58	80	90	76	81

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

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

II.2.2.2. Remuneraciones y Productividad

En el periodo comprendido entre noviembre de 2004 y enero de 2005, el costo unitario de la mano de obra (CUMO) en las industrias maquiladora y manufacturera no maquiladora, así como en el sector comercio al menudeo, registró variaciones anuales negativas. Ello fue producto de disminuciones de las remuneraciones medias en términos reales e incrementos en la productividad laboral en los tres sectores mencionados (Cuadro 7).

En el caso de la industria manufacturera no maquiladora, el CUMO observó una disminución anual de 5.6 por ciento

durante el periodo noviembre 2004-enero 2005 (Cuadro 7 y Gráfica 11). Esta evolución fue atribuible a la disminución anual de las remuneraciones medias reales (0.7 por ciento en el lapso referido) y, en mayor medida, a las ganancias en productividad. Este último indicador promedió 5.2 por ciento de incremento durante el lapso mencionado y se explica, en lo principal, por un desempeño vigoroso en la producción del sector (crecimiento anual promedio de 4.1 por ciento en los meses referidos).

Cuadro 7 Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO por Sector de Actividad Económica

Cifras originales, 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
2004									
Ene	4.6	0.7	-3.7	1.2	2.3	1.2	7.7	-0.6	-7.7
Feb	6.0	1.7	-4.0	1.0	2.0	1.0	11.6	1.9	-8.7
Mar	10.1	1.7	-7.6	4.6	2.6	-2.0	9.7	2.0	-7.0
Abr	6.3	2.3	-3.8	4.6	1.6	-2.8	9.0	2.1	-6.3
May	4.8	-1.3	-5.8	4.0	0.2	-3.7	7.8	4.9	-2.7
Jun	8.7	0.5	-7.6	3.6	-0.1	-3.6	5.3	5.4	0.1
Jul	6.2	-1.0	-6.8	1.8	-1.7	-3.4	5.1	4.8	-0.3
Ago	7.5	-0.7	-7.7	1.1	-2.6	-3.7	3.7	12.0	7.9
Sep	6.7	1.0	-5.3	5.0	0.7	-4.1	7.2	-0.4	-7.1
Oct	2.5	-2.0	-4.4	-1.2	-3.1	-2.0	5.4	1.9	-3.3
Nov	7.1	-0.3	-6.9	-0.7	-4.1	-3.4	5.3	-1.2	-6.2
Dic	5.0	-1.3	-6.0	3.8	-0.3	-3.9	6.3	-0.6	-6.5
Ene-Dic	6.3	0.0	-5.8	2.4	-0.2	-2.6	6.9	2.6	-4.1
2005									
Ene	3.5	-0.5	-3.9	-1.1	-2.7	-1.6	6.1	-3.1	-8.7
Nov 2004- Ene 2005 */	5.2	-0.7	-5.6	0.6	-2.3	-3.0	5.9	-1.6	-7.1

*/ Se reporta la información del último trimestre disponible, que corresponde al periodo comprendido entre noviembre de 2004 y enero de 2005.

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

Gráfica 11 Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO

Tendencia, variación anual en por ciento



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

El CUMO en la industria maquiladora registró una variación promedio anual de -3.0 por ciento entre noviembre de 2004 y enero de 2005. Ello fue, en gran parte, consecuencia de una reducción en las remuneraciones medias reales de 2.3 por ciento, misma que fue acompañada por un aumento de 0.6 por ciento en la productividad laboral (Cuadro 7 y Gráfica 11). Es pertinente comentar que este último indicador presentó una tendencia descendente, que se explica por la recuperación observada en el empleo de este sector.

Por su parte, la variación anual del CUMO en el sector comercio al menudeo fue en promedio -7.1 por ciento duran-

te el lapso comprendido entre noviembre de 2004 y enero de 2005. Dicho comportamiento es atribuible, en mayor grado, a las ganancias en productividad, cuya variación anual promedio fue de 5.9 por ciento y, en menor medida, a la baja de 1.6 por ciento en las remuneraciones medias reales (Cuadro 7 y Gráfica 11).

II.2.2.3. Empleo

La expansión de la actividad económica durante el primer trimestre de 2005, ha venido acompañada de una mejoría en diversos indicadores del mercado laboral. En general, la evolución en el trimestre de dicho mercado se caracterizó

por los siguientes aspectos: a) un aumento del empleo formal, aunque su incremento a tasa anual fue atenuado en el mes de marzo por el efecto de los días de asueto asociados a la Semana Santa; b) la generación de nuevas plazas de trabajo resultó más vigorosa en los empleos eventuales que en los permanentes, y fue más intensa en las empresas de mayor tamaño; c) el aumento del empleo formal tuvo lugar de manera prácticamente generalizada en todas las entidades del país, pero su dinamismo fue mayor en la zona norte; d) el número de trabajadores inscritos en el IMSS se incrementó en la mayoría de los sectores de actividad; e) las encuestas mensuales de empleo manufacturero que recaba el INEGI muestran que la ocupación continuó recuperándose de manera significativa en la industria maquiladora (a 1,143,644 trabajadores en enero de 2005), aunque su nivel todavía presentó una fuerte disminución con relación a los máximos alcanzados en 2000 (1,347,803 trabajadores en octubre de 2000); y, f) en el primer bimestre del año, la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas se incrementó en las cifras originales con relación al nivel promedio que mostró en el cuarto trimestre de 2004, si bien el aumento correspondiente con datos desestacionalizados fue modesto.

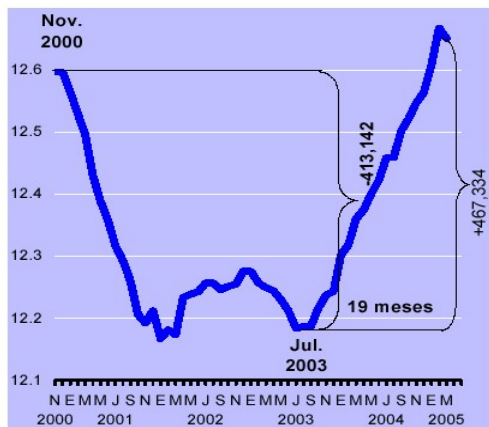
El número de trabajadores asegurados en el IMSS se ubicó al cierre de marzo de 2005 en 12,612,825 personas, cifra superior en 103,399 ocupaciones a la de cierre de diciembre del año pasado. Dicho aumento reflejó ascensos de 17,883 trabajadores asegurados permanentes y 85,516 eventuales urbanos. Ese resultado se presentó a pesar de la disminución que registró el número de trabajadores asegurados en la segunda quincena de marzo en razón de la Se-

mana Santa. Por otra parte, cabe señalar que con datos desestacionalizados el número de trabajadores se elevó en el trimestre en 87,561 personas, como saldo neto de incrementos mensuales en enero y febrero y un descenso en marzo.¹⁹ De esa manera, con datos desestacionalizados, el número de trabajadores asegurados observó alzas a tasa mensual en diecinueve de los últimos veinte meses para generar en ese periodo un total de 467,334 nuevos empleos formales. Este avance implicó que al cierre de marzo este indicador se ubicara por encima del nivel que había alcanzado a finales de 2000 (Gráfica 12). Por otra parte, al comparar el número de trabajadores registrados en el IMSS al cierre de marzo de 2005 con la cifra correspondiente en ese mismo mes en 2004, resulta un aumento de 293,010 personas. Esa variación anual es menor a la que se observó al cierre de diciembre de 2004 de 318,634 personas (Gráfica 12). Este resultado refleja el efecto ya mencionado de la Semana Santa.

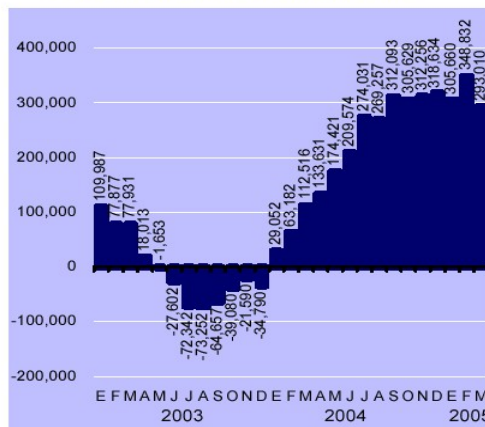
La generación de empleo formal en el primer trimestre de 2005 comprendió a la mayoría de las entidades federativas, pero tuvo una mayor incidencia en los estados de la frontera norte (Gráfica 13).²⁰ Este hecho refleja en buena medida el comportamiento favorable que ha registrado la demanda externa y, en especial, la proveniente de Estados Unidos. En la evolución que mostró este indicador durante los primeros meses de 2005 sobresale que su recuperación siguió siendo más vigorosa en las empresas de mayor tamaño (de 101 a 500 trabajadores y de 501 ó más). De hecho, el número de trabajadores se redujo en las más pequeñas (de 1 a 15 trabajadores).

Gráfica 12 Trabajadores Asegurados: Permanentes y Eventuales Urbanos

a) Millones de Trabajadores Asegurados
Datos desestacionalizados



b) Número de Asegurados en el IMSS
Variación anual de datos originales



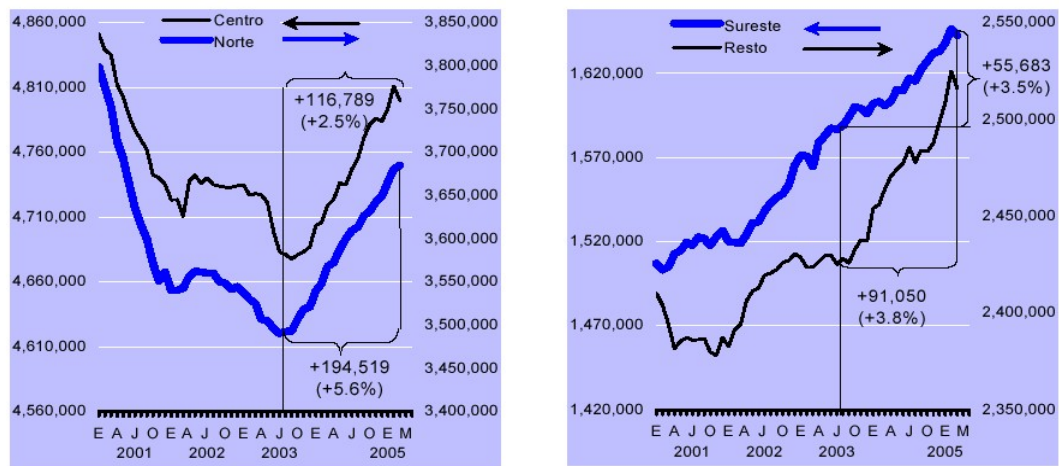
Fuente: IMSS y desestacionalización efectuada por el Banco de México.

El aumento del empleo formal se observó en la mayoría de los sectores económicos. De esta forma, con datos desestacionalizados, hubo avances en el trimestre de la ocupación en el comercio (30,748 trabajadores), en la industria de la construcción (8,441 personas) y en el sector manufacturero (14,688 trabajadores) y en diversas actividades de servicios.

Un aspecto sobresaliente del comportamiento mostrado por el empleo manufacturero en los años recientes es la co-

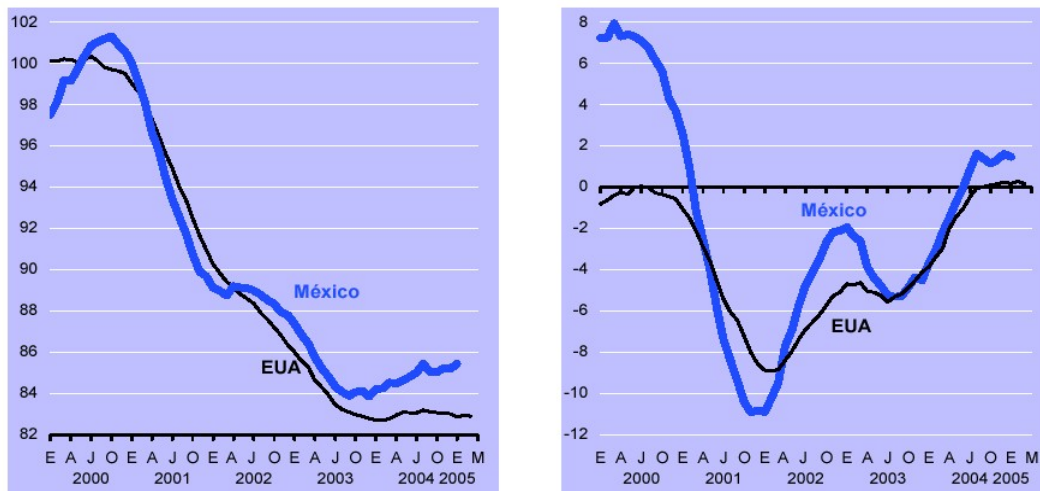
relación que ha mantenido con la ocupación en ese sector en los Estados Unidos (Gráfica 14). Ello es consecuencia de la estrecha vinculación que existe entre la producción manufacturera en México y la de ese país. En la evolución de la ocupación manufacturera en los dos países destaca la contracción que presentó durante 2001-2003, seguida de una mejoría a partir de 2004, la cual ha sido más significativa en México.

Gráfica 13 Empleo Formal en las Distintas Regiones del País¹
 Número de trabajadores asegurados y datos desestacionalizados



¹ La región Centro comprende al Distrito Federal, Guanajuato, Hidalgo, México, Morelos, Puebla, Querétaro y Tlaxcala; la región Norte a Baja California, Baja California Sur, Coahuila, Chihuahua, Nuevo León, Sonora y Tamaulipas; la región Sureste a Campeche, Chiapas, Guerrero, Oaxaca, Quintana Roo, Tabasco, Veracruz y Yucatán y el Resto incluye a Aguascalientes, Colima, Durango, Jalisco, Michoacán, Nayarit, San Luis Potosí, Sinaloa y Zacatecas.
 Fuente: IMSS. La desestacionalización y la regionalización la efectuó el Banco de México.

Gráfica 14 Empleo en el Sector Manufacturero en México y en Estados Unidos
 a) Datos desestacionalizados y 2000=100 b) Variaciones anuales en por ciento



Fuente: Para México, los datos provienen del IMSS y la desestacionalización la efectuó el Banco de México. Para Estados Unidos, las cifras desestacionalizadas provienen del Bureau of Labor Statistics, Departamento de Trabajo de Estados Unidos.

Actualmente se cuenta en México con dos indicadores de tasa de desempleo, ambos con periodicidad mensual. El primero comprende a las áreas urbanas del país y se deriva de la Encuesta Nacional de Empleo Urbano que recaba el INEGI en 32 ciudades.

El segundo mide la tasa de desempleo a nivel nacional (cubre tanto a las áreas urbanas como a las rurales) y se calcula con una nueva encuesta del INEGI, denominada Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), recabada a partir de enero del presente año. Con base en lo anterior en el primer bimestre de 2005 la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas se ubicó en las cifras originales en 3.84 por ciento y con datos desestacionalizados resultó de 3.79 por ciento. Esta última tasa se compara con la de 3.69 por ciento registrada en el cuarto trimestre del año pasado. Por otra parte, la nueva tasa de desempleo a nivel nacional en los primeros dos meses de 2005 tuvo un promedio de 3.98 por ciento y no se cuenta con información que permita hacer una comparación con relación a sus niveles en 2004.

II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

Durante el primer trimestre de 2005 el producto mostró una expansión significativa a tasa anual, pero más moderada que la observada el año pasado en su conjunto. A esta expansión contribuyeron todos los componentes de la demanda agregada, tanto los de origen interno, como los provenientes del exterior. En el periodo de análisis, el gasto de consumo registró un importante crecimiento anual, mientras que continuó el avance de la inversión, la cual ya había presentado un repunte en la segunda mitad del año pasado.

En general, la actividad económica en el primer trimestre se benefició de un entorno externo favorable. En particular, continuó la expansión de la demanda externa, lo cual se reflejó en nuevos incrementos anuales de las exportaciones de bienes y servicios. No obstante, éstos se desaceleraron con relación a los registrados en 2004, particularmente, frente a los observados en el segundo y tercer trimestres de ese año. Asimismo, otros factores contribuyeron a ampliar la disponibilidad de recursos en el periodo, lo que impulsó al gasto interno. Cabe destacar, por su magnitud, los mayores ingresos del exterior tanto por concepto de exportación de petróleo, como por remesas familiares. Por otra parte, continuaron creciendo a un ritmo elevado el crédito al consumo y el hipotecario, y empezó a repuntar el otorgado a las empresas. En su conjunto, el escenario descrito

propició que se mantuviera con vigor el gasto de consumo y que se incentivara el de inversión.

Dos aspectos adicionales caracterizaron la evolución de la actividad económica en el primer trimestre. Por un lado, la expansión que experimentaron la demanda agregada y el producto implicaron importaciones crecientes de bienes y servicios. Este último fenómeno también fue reflejo de que, en el periodo, el crecimiento anual de la demanda interna superó al que registró el PIB. Por otra parte, el comportamiento actual de los distintos componentes de la demanda agregada y sus expectativas para el presente año sugieren que la contribución al crecimiento económico se originará principalmente en el gasto interno, por arriba de la aportación de la demanda externa.

Es importante mencionar que en 2005 será complicado evaluar de manera precisa las cifras económicas correspondientes a los meses de marzo y abril. Ello debido a que, en este año, el periodo vacacional de Semana Santa ocurrió en marzo, mientras que en 2004 éste se presentó en abril. Como resultado de ello, se redujo el número de días laborales en el primer trimestre, lo que conducirá a una disminución significativa del crecimiento a tasa anual de los indicadores de la actividad económica. En contrapartida, se espera que suceda lo opuesto en el segundo trimestre. De hecho, algunos indicadores de la producción y el gasto presentaron en el mes de marzo tasas anuales negativas, previéndose que éstas resulten positivas y relativamente elevadas en abril.

En síntesis, en la evolución que mostró la actividad económica en el primer trimestre de 2005 cabe resaltar los siguientes aspectos:

a) El efecto estadístico de la Semana Santa sobre el nivel de la actividad económica en el primer trimestre del año implicará que el crecimiento anual del producto resulte significativamente menor al registrado en el trimestre previo, aunque se espera que en el segundo trimestre ocurra lo opuesto. Por otra parte, en los indicadores disponibles de producción destaca que en el primer bimestre del año el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) haya mostrado un crecimiento anual de 3.7 por ciento. Este se derivó de una expansión de sus tres componentes, sobresaliendo el incremento anual del sector servicios de 4.8 por ciento.

b) Los componentes interno y externo de la demanda agregada presentaron alzas a tasa anual y se anticipa que

éstas hayan superado en el trimestre a las registradas por el producto. No obstante, debido al referido efecto de Semana Santa, las tasas anuales de esos rubros serán menores que las observadas en el trimestre previo.

c) El crecimiento del consumo privado se reflejó en diversos indicadores de ventas: i) en el primer bimestre del año, las ventas al menudeo registraron un crecimiento anual de 5.1 por ciento; ii) las ventas de las tiendas de la ANTAD presentaron, en el primer trimestre, un crecimiento anual de 9.8 por ciento; y, iii) las ventas al menudeo de vehículos mostraron, en el primer trimestre, un incremento de 2.2 por ciento a tasa anual (Gráfica 15a).

d) Al igual que en el segundo semestre de 2004, la inversión resultó ser el componente que mostró el mayor

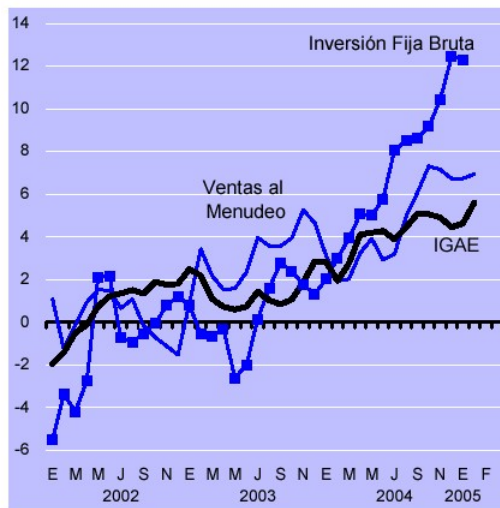
dinamismo en la demanda interna (Gráfica 15a). Así, en enero la inversión registró un crecimiento anual de 10.2 por ciento (7.5 por ciento en 2004), con aumentos significativos en todos sus componentes y se estima que, en el primer bimestre, la tasa correspondiente haya sido de aproximadamente 8.6 por ciento. Por su parte, en el primer trimestre las importaciones de bienes de capital mostraron un incremento anual de 17.7 por ciento. El componente de construcción incluido en el gasto de inversión tuvo una expansión de 3 por ciento en el primer bimestre del año. Ello como respuesta a la mayor construcción de vivienda y obra pública en infraestructura. No obstante, cabe señalar que el incremento anual de la construcción perdió fuerza de enero a febrero, al pasar de 5.2 a 0.7 por ciento.

Gráfica 15

Indicadores de Demanda Agregada y Producción

Variaciones anuales en por ciento de un promedio móvil de dos meses de datos desestacionalizados

a) Demanda Interna y Producción



b) Demanda Externa y Producción



Fuente: a) INEGI y b) INEGI y Banco de México.

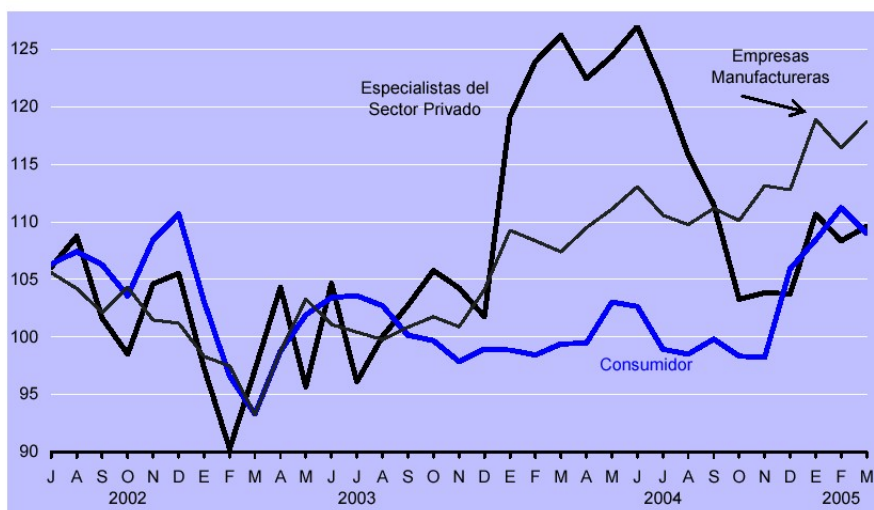
e) La producción industrial continuó avanzando como resultado de aumentos de sus cuatro sectores. En el bimestre enero-febrero de 2005 la producción industrial y la manufacturera registraron respectivos crecimientos anuales de 2.4 y 2.7 por ciento. Cabe precisar que, debido al efecto de la Semana Santa, es de esperarse que en marzo las variaciones anuales de esos dos indicadores de producción resulten significativamente menores a las del primer bimestre (e incluso pudieran ser negativas).

f) Los tres indicadores de confianza que se elaboran para México mostraron en el periodo un avance con relación a sus niveles del cuarto trimestre del año pasado (Gráfica 16). Así, el nivel promedio del Índice de Confianza de los Analistas del Sector Privado en el primer trimestre del año superó en 5.7 por ciento al registrado en el trimestre previo. Por su parte, en esa misma comparación el alza de los Índices de Confianza de las Empresas Manufactureras y de Confianza del Consumidor resultó, respectivamente, de 5.4 y 8.6 por ciento.

Gráfica 16

Índices de Confianza y de Clima de Negocios

Índices 2003 = 100



Fuente: Banco de México e INEGI.

Es importante destacar que la recuperación significativa que presentó el gasto de inversión durante 2004 y especialmente en la segunda mitad de ese año, ha continuado en los meses transcurridos de 2005. Ello contribuyó a que en enero pasado dicho indicador superara, medido a precios constantes y con datos desestacionalizados, el nivel máximo que había registrado en noviembre de 2000. A pesar de esta mejoría, para que se consolide una recuperación sólida y sostenida de la inversión se requiere avanzar en materia de cambio estructural. Esto considerando que dicho cambio eleva la rentabilidad de la inversión y abre nuevas oportunidades al gasto de capital en diversos sectores. Asimismo, fortalece la productividad de los factores y la competitividad del país para enfrentar la competencia de otras economías, tanto en el mercado interno como en los del exterior. Al respecto, cabe comentar que, en las diversas encuestas que recaba periódicamente el Banco de México entre las empresas del sector manufacturero, así como entre las que realizan inversión extranjera directa, y entre los analistas económicos se señala reiteradamente que dicho factor constituye el principal obstáculo que impide alcanzar mayores niveles de inversión.

En suma, la evolución de una amplia gama de indicadores permite estimar que en el primer trimestre de 2005 el crecimiento anual del PIB haya resultado cercano a 3 por ciento, tasa que fue influida a la baja por el efecto de la Semana Santa.²¹ Al respecto, cabe comentar que el crecimiento anual del PIB en dicho trimestre fue cercano a 4 por ciento, una vez que se ajusta por el referido efecto estadístico de la Semana Santa.

Por otra parte, a pesar de la significativa expansión que mostró la demanda agregada en el primer trimestre del año, las cifras disponibles no permiten identificar que en ese periodo se hayan generado presiones considerables sobre la inflación. No obstante, el Banco de México seguirá dando un seguimiento cuidadoso y continuo de lo anterior. Ello considerando que, por un lado, la economía está transitando por la fase alta de su ciclo, lo que implica que se haya ido estrechando en diversos sectores la capacidad productiva sin utilizarse y que, por otro, se anticipa que en el trimestre de referencia, al igual que ocurrió en el cuarto del año pasado, el ritmo de crecimiento de la demanda interna haya superado al que registró el PIB.

II.2.4. Balanza de Pagos y Flujos de Capital

Los aspectos más sobresalientes en la evolución del sector externo de la economía mexicana durante el primer trimestre de 2005, fueron los siguientes: a) un crecimiento de las exportaciones no petroleras más moderado que el registrado en la segunda mitad de 2004; b) un incremento importante del valor de las exportaciones petroleras; c) un menor crecimiento de las importaciones que el observado en la segunda parte del año pasado. Esto reflejó una desaceleración de las de bienes intermedios, mientras que los aumentos de las de bienes de capital y de consumo se mantuvieron elevados; d) saldos deficitarios moderados de las balanzas comercial y en cuenta corriente, a pesar de la expansión significativa que tuvo la demanda interna, (ello respondió, en parte, a la estacionalidad de esas balanzas, que implicó descensos de sus saldos deficitarios con respecto a sus niveles del

último trimestre de 2004); e) un incremento del ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares; f) un superávit moderado de la cuenta de capital; y, g) una pequeña acumulación de reservas internacionales.

La evolución del comercio exterior durante el primer trimestre de 2005 estuvo influida por dos aspectos: por un lado, factores estacionales, asociados al hecho de que en 2005 la Semana Santa ocurrió en el mes de marzo, y, por el otro, una moderación del crecimiento de las exportaciones no petroleras. En el presente año la Semana Santa ocurrió en marzo, mientras que en 2004 se ubicó en abril, hecho que redujo el número de días hábiles del primer trimestre de 2005. Ese factor influyó a la baja en los niveles de las exportaciones no petroleras y de importaciones de mercancías en el trimestre y, en consecuencia, en sus crecimientos a tasa anual.

En el trimestre que se reporta las exportaciones petroleras registraron nuevamente un incremento significativo a tasa anual, como reflejo de los elevados precios del crudo. Así, en el trimestre el precio promedio de la mezcla mexicana de exportación se ubicó en 34.26 dólares por barril, nivel superior al del trimestre previo (33.54 dólares), y que representó uno de los más altos observados históricamente. Por su parte, la desaceleración del crecimiento de las importaciones de mercancías se originó en las de bienes intermedios, lo que respondió a un menor dinamismo de la producción interna. A su vez, esta última fue influida, en parte, por un crecimiento más moderado de las exportaciones manufactureras.

Las exportaciones de mercancías crecieron 8.6 por ciento a tasa anual en el primer trimestre del año en curso, como resultado de incrementos de 28.5 por ciento de las exportaciones petroleras, y de 6 por ciento de las no petroleras. Dentro de estas últimas, las ventas al exterior de productos manufacturados crecieron 5.6 por ciento. Por su parte, las importaciones de mercancías en el trimestre crecieron 11.6 por ciento con relación a la cifra de igual lapso de 2004. Dicha tasa se derivó de aumentos anuales respectivos de 8.4, 17.7 y 26 por ciento de las adquisiciones de bienes intermedios, de capital y de consumo, respectivamente.

La desaceleración del comercio exterior se hizo notoria en los datos desestacionalizados que muestran que, en el trimestre de referencia, el crecimiento anual de las exportaciones no petroleras se atenuó con respecto al del cuarto trimestre de 2004 (Gráfica 17). Tal comportamiento fue, en buena medida, reflejo del desempeño que tuvieron en el periodo las exportaciones de bienes manufacturados.

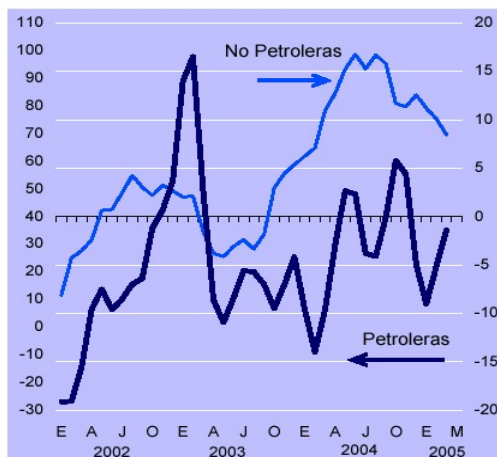
El déficit de la balanza comercial se situó en el primer trimestre de 2005 en 1,848 millones de dólares, monto superior al de 498 millones registrado en el trimestre comparable del año pasado. Por las razones estacionales referidas anteriormente, en el primer trimestre del año en curso el déficit comercial resultó significativamente menor al de 4,907 millones observado en el trimestre inmediato anterior.

Gráfica 17

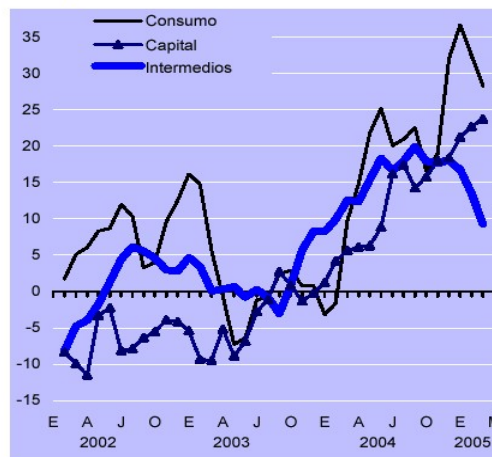
Exportaciones e Importaciones de Mercancías

Variaciones anuales en por ciento de un promedio móvil de dos meses de datos desestacionalizados

a) Exportaciones



b) Importaciones



Fuente: Banco de México.

En los primeros meses de 2005, se redujo de nuevo la presencia relativa de las exportaciones de México en el mercado estadounidense, dado que registraron un crecimiento menor que el alcanzado por las exportaciones conjuntas del resto de los socios comerciales de ese país. Así, mientras que en el primer bimestre de 2005 las exportaciones mexicanas aumentaron 8.51 por ciento a tasa anual, el resto de las importaciones efectuadas por los Estados Unidos lo hizo en 18.92 por ciento (Cuadro 8). Tal resultado implicó que la participación de los productos mexicanos en las importaciones de ese país se redujera de 10.94 por ciento en el primer bimestre de 2004, a 10.08 por ciento en igual bimestre de 2005. Debe señalarse que las exportacio-

nes mexicanas del sector automotriz no han tenido un desempeño favorable en los últimos meses en el mercado estadounidense. Así, en los primeros dos meses de 2005, éstas se contrajeron 1.59 por ciento a tasa anual. Si se excluyen esos productos de las exportaciones de México hacia Estados Unidos, al igual que las de petróleo, el resto de las exportaciones a ese mercado aumentaron en el primer bimestre del año en 11.33 por ciento, tasa también menor que la de 19.49 por ciento alcanzada por el total de las exportaciones comparables realizadas por los demás socios comerciales de ese país.

Cuadro 8 **Importaciones de Estados Unidos**
Por ciento

	Participación				Variaciones Porcentuales Anuales: Enero-Febrero 2005				
	2003	2004	Ene-Feb 2004	Ene-Feb 2005	Total	Petróleo	Total Sin Petróleo	Automotriz	Total Sin Petróleo y Sin Automotriz
Total	100.00	100.00	100.00	100.00	17.78	29.73	16.70	7.07	18.76
Total sin México	89.02	89.40	89.06	89.92	18.92	31.56	17.82	9.08	19.49
Total sin México y sin China	76.89	76.01	76.88	75.74	16.03	31.62	14.45	9.08	15.69
1. Canadá	17.63	17.41	18.21	17.77	14.91	17.69	14.70	12.38	15.60
2. China	12.13	13.38	12.18	14.18	37.16	9.51	37.20	--	37.20
3. México	10.98	10.60	10.94	10.08	8.51	18.60	7.31	-1.59	11.33
4. Japón	9.39	8.82	9.31	8.63	9.19	--	9.19	3.47	12.77
5. Alemania	5.42	5.26	5.32	5.07	12.19	--	12.19	1.87	17.81
6. Reino Unido	3.40	3.16	3.24	2.95	7.57	--	-0.94	18.59	-3.71
7. Corea	2.96	3.14	3.09	3.07	17.05	--	17.05	21.15	15.39
8. Taiwan	2.51	2.36	2.36	2.25	12.05	--	12.05	19.34	11.68
9. Francia	2.32	2.16	2.17	2.11	14.57	--	14.57	--	14.57
10. Malasia	2.02	1.92	1.92	1.81	10.64	294.65	9.68	--	9.68
Suma de 10 países	68.77	68.21	68.73	67.91	16.37	29.92	15.87	6.71	18.46

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

México recibió en el primer bimestre de 2004 un monto importante de recursos por remesas familiares. La cifra correspondiente del periodo resultó de 2,533 millones de dólares, lo que implicó un crecimiento a tasa anual de 25.2 por ciento. Este resultado fue producto de 7.7 millones de transacciones de remesas con un valor promedio de 327 dólares. El dato referido fue equivalente a 72 por ciento del valor de las exportaciones de petróleo crudo en el bimestre, y a 81 por ciento del superávit comercial del sector maquilador.

En su conjunto, el desempeño reciente del sector externo y la información oportuna disponible, permiten estimar que en el primer trimestre del año en curso el déficit de la cuenta corriente se haya situado en alrededor de 2.6 miles de millones de dólares. Dicho saldo resultaría superior al déficit reportado en igual trimestre de 2004. No obstante, al efectuar tal comparación hay que considerar tres aspectos: i) el saldo positivo de la balanza comercial petrolera se in-

crementó de manera importante del primer trimestre de 2004 al primero de 2005; ii) el monto de remesas familiares aumentó de manera significativa en el periodo considerado; y, iii) al ubicarse el periodo vacacional de Semana Santa en el primer trimestre de 2005, ello contribuyó a una moderación del saldo deficitario de la cuenta corriente. De esa manera, de no haberse presentado estos tres factores, el saldo deficitario de la cuenta corriente en el periodo se hubiera ampliado de manera significativa. Esto último, en congruencia con el mayor crecimiento que registró el gasto interno con relación al del producto.

Finalmente, se estima que en el primer trimestre del presente año la cuenta de capital de la balanza de pagos (incluyendo errores y omisiones) haya presentado una entrada neta de recursos de alrededor de 2.9 miles de millones de dólares. Tal ingreso se originó principalmente de flujos de inversión extranjera directa y de cartera, esta última dirigida principalmente al mercado de dinero. Asimismo, en

la balanza de pagos se observó en el trimestre un pequeño aumento de las reservas internacionales por 242 millones de dólares.

III. La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2005

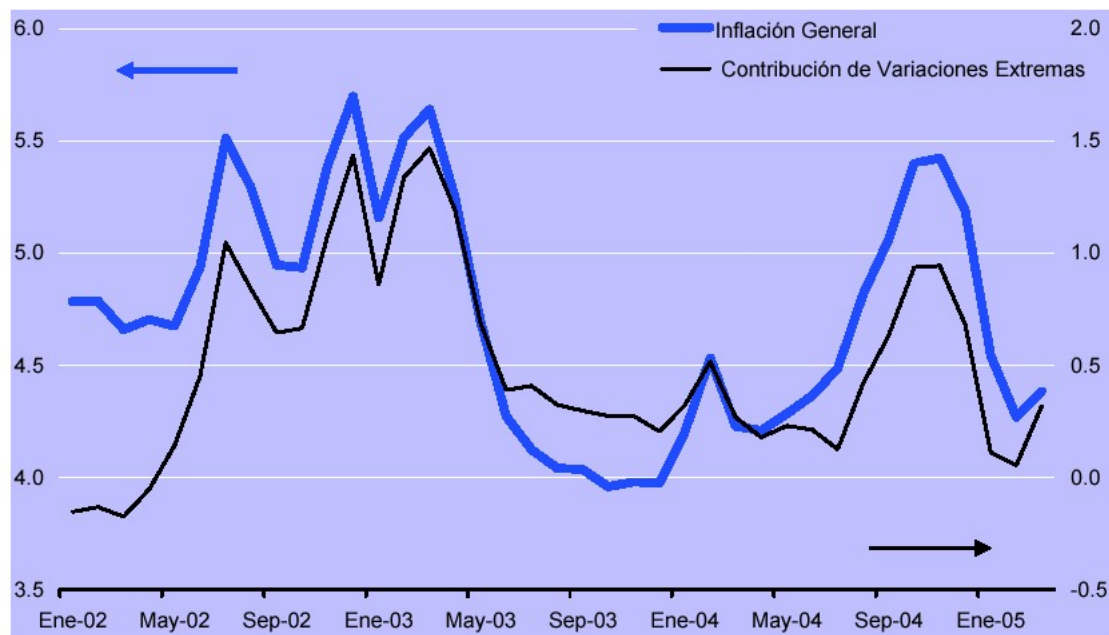
III.1. Acciones de Política Monetaria

Diversas perturbaciones de oferta propiciaron fuertes presiones al alza sobre diferentes subíndices del INPC durante 2004. Si bien este tipo de choques no suelen afectar a los precios de manera generalizada, ya que en la mayoría de los casos reflejan ajustes de precios relativos, la autoridad monetaria debe procurar que no induzcan rondas subsecuentes de aumentos en los precios y en los salarios. Esta última consideración cobra mayor relevancia si la economía se encuentra en un proceso desinflacionario donde aún no se ha consolidado el objetivo de inflación de largo plazo en la formación de precios por parte de los agentes económicos, como es el caso de México.

Ante el número e intensidad de los choques de oferta observados en 2004, las expectativas de inflación de mediano plazo se incrementaron de forma considerable. Por tanto, y con base en las consideraciones anteriores, la Junta de Gobierno del Banco de México restringió la postura de política monetaria a lo largo de 2004 y en el primer trimestre de 2005.

Como se había previsto, durante el primer trimestre de 2005 las presiones sobre la inflación asociadas al alza en los precios internacionales de diversas materias primas comenzaron a disiparse. Asimismo, se normalizaron las condiciones de oferta de algunos productos agrícolas que habían sido afectadas por fenómenos climáticos extremos. Todo ello se reflejó en una reducción de la inflación general anual, la cual pasó de 5.43 por ciento en noviembre de 2004, a 4.39 por ciento en marzo de este año (Gráfica 18). En consecuencia, las expectativas para la inflación general correspondientes a 2005 y 2006 comenzaron a descender a partir de enero (Gráfica 19).

Gráfica 18 Contribución de las Variaciones Extremas (Superiores e Inferiores) en el Precio de los Genéricos sobre la Inflación General*



* Para calcular la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos sobre la inflación general se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del INPC se ordenan de mayor a menor en función de la contribución que cada una tiene sobre la variación del INPC; ii) se selecciona el 10 por ciento superior y el 10 por ciento inferior; y iii) se acumulan las contribuciones de las variaciones extremas anteriores sobre la inflación general. Dicha contribución de las variaciones extremas es un indicador útil para identificar si los movimientos en la inflación general obedecen a cambios en unos cuantos productos (esto sucede cuando la contribución de las variaciones extremas tiene un comportamiento similar al de la inflación general).

No obstante, conviene señalar lo siguiente:

a) la inflación subyacente y sus expectativas aún se encuentran en niveles relativamente elevados con relación al objetivo inflacionario de 3 por ciento;

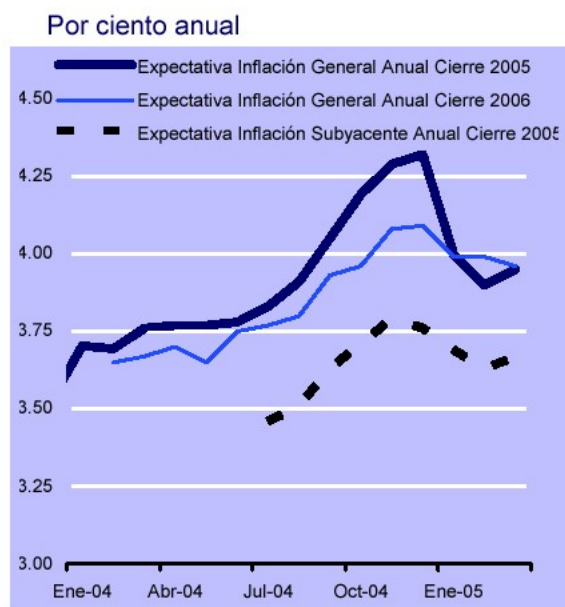
b) la inflación subyacente de los servicios distintos de los de la vivienda ha registrado un repunte como secuela de los aumentos de los precios de alimentos y energéticos ocurridos en los meses anteriores;

c) recientemente, se ha registrado un nuevo repunte en los niveles y la volatilidad de los precios internacionales de los energéticos y sus cotizaciones a futuro; y,

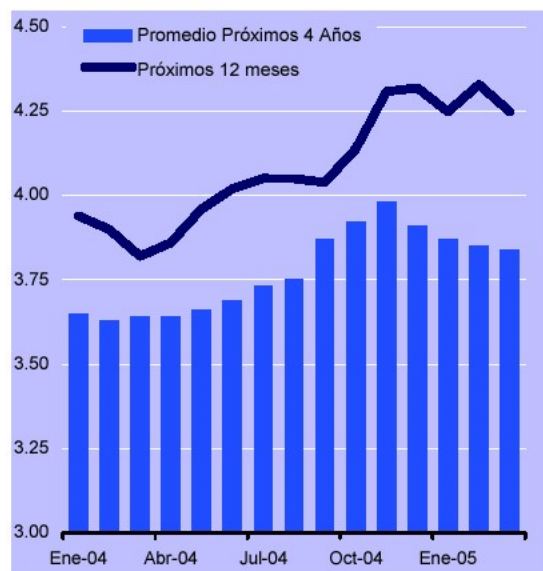
d) a pesar de que la información disponible no permite identificar presiones de consideración sobre la inflación provenientes de la demanda agregada, al ir transitando la economía por la fase alta de su ciclo el riesgo de ello pudiera ser mayor.

Gráfica 19 Expectativas de Inflación: Encuesta Banco de México

a) Expectativas de Inflación para el Cierre de 2005 y 2006



b) Expectativas de Inflación para los Próximos 12 meses y Promedio para los Próximos 4 Años



Al evaluar los elementos anteriores, durante el primer trimestre de 2005 la Junta de Gobierno del Banco de México decidió continuar restringiendo la postura de política monetaria. Ello lo hizo principalmente a través de dos vías:

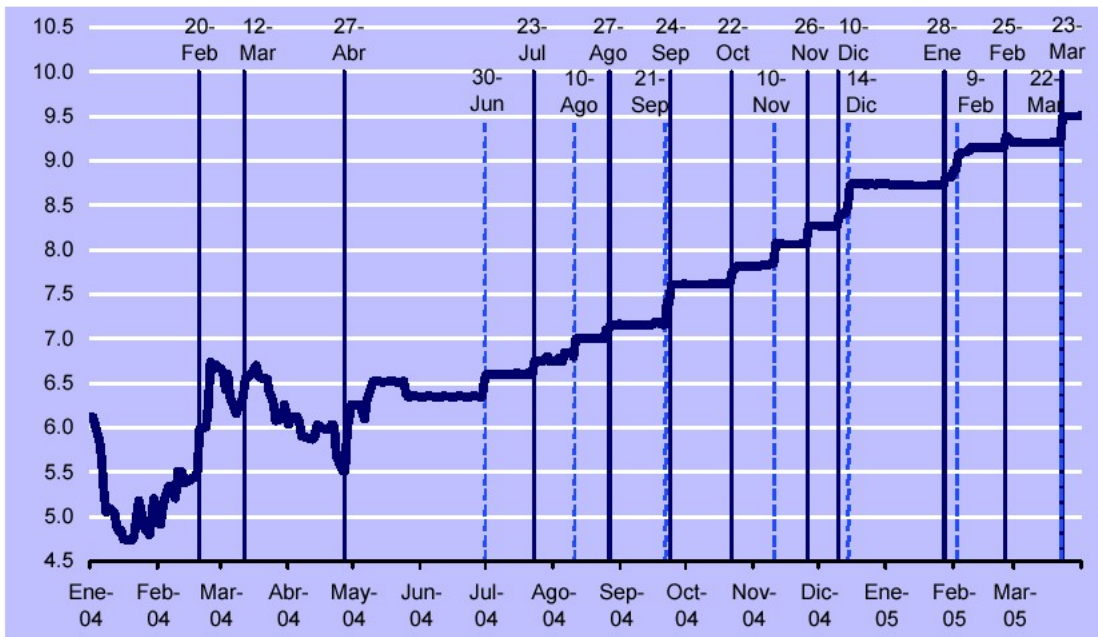
a) por un lado, incrementó el “corto” en tres ocasiones: el 28 de enero de 69 a 75 millones de pesos; el 25 de febrero a 77 millones de pesos; y, el 23 de marzo a 79 millones de pesos;

b) por otro, en los comunicados de prensa correspondientes a sus anuncios de política monetaria, la Junta de Gobierno del Instituto Central continuó señalando que, mientras así lo juzgue conveniente, las condiciones monetarias

internas deberían reflejar, al menos, la mayor astringencia que se fuese presentando en los Estados Unidos.

Como consecuencia de las acciones descritas, las tasas de interés de corto plazo continuaron incrementándose. Así, la tasa de fondeo bancario a un día pasó de 8.75 por ciento el 31 de diciembre de 2004, a 9.51 por ciento al cierre de marzo; ello implicó un incremento acumulado de 76 puntos base durante el trimestre (Gráfica 20).

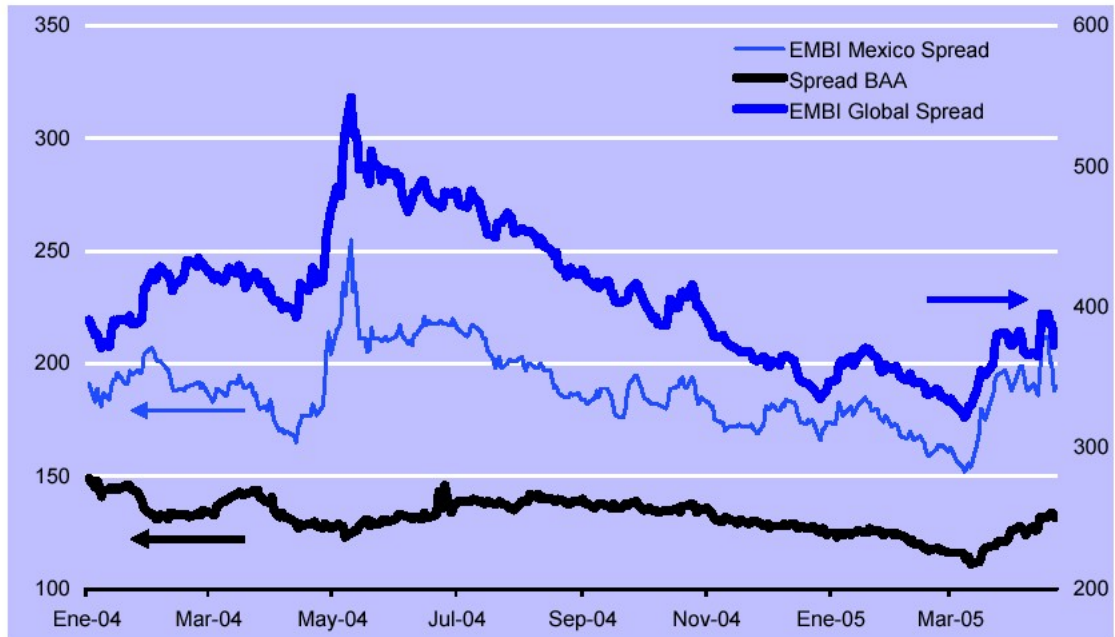
Gráfica 20 Tasas de Interés de Fondeo Bancario, Cambio en el “corto” y Cambio en la Tasa de Interés de Fondos Federales de los EEUU*



* Las líneas verticales continuas indican cambios en el “corto” y las punteadas indican cambios en la tasa de Fondos Federales de los EEUU.

Cabe señalar que, en general, durante los primeros meses del año continuaron prevaleciendo condiciones relativamente favorables en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, hacia finales del primer trimestre las condiciones financieras en dichos mercados mostraron mayor astringencia, como consecuencia de lo que se percibe como una mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas.

La reducción en el apetito por riesgo se asocia en gran parte con dos elementos: por un lado, a que la publicación de ciertos indicadores económicos en los Estados Unidos generó, en el margen, mayor incertidumbre con relación a las perspectivas de la inflación en ese país; y, por otro, al deterioro crediticio de algunos emisores de dicho país, lo cual está dando lugar a una recomposición en los portafolios de inversión hacia activos de menor riesgo. La combinación de estos elementos condujo a un incremento en los diferenciales de rendimiento sobre la deuda soberana de las economías emergentes y los bonos corporativos estadounidenses de riesgo similar (Gráfica 21 y Recuadro 1).

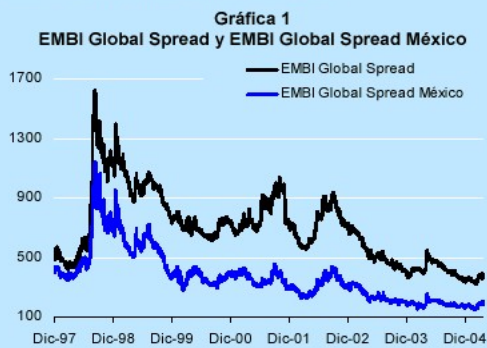
Gráfica 21 Indicadores de Riesgo Soberano y Deuda Corporativa

Como era de esperarse, en México esta situación contribuyó a que se presentara un incremento en la curva de rendimientos, en particular para los plazos mayores (Gráfica 22). Al respecto, es importante hacer notar que el ajuste en el mercado de dinero ante un entorno de mayor incertidumbre y aversión al riesgo tuvo como punto de partida una curva de rendimientos significativamente plana. Así, por ejemplo, en febrero el diferencial promedio entre la tasa de fondeo bancario a un día y la del bono gubernamental a 20 años fue de 88 puntos base. Al cierre de marzo, dicho diferencial alcanzó 135 puntos base, es decir, se ha presentado un empinamiento de la curva de rendimientos. Debe destacarse que a este comportamiento también contribuyeron factores técnicos tales como la menor liquidez que usualmente prevalece en los instrumentos de deuda a plazos largos en periodos de mayor incertidumbre, así como episodios donde se incrementó la percepción de riesgo interno.

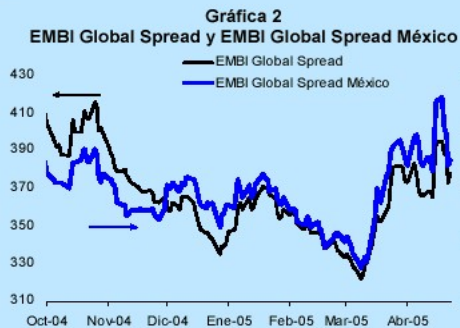
Recuadro 1

Condiciones Financieras para Economías Emergentes

En los últimos años las economías emergentes han enfrentado condiciones favorables de financiamiento externo. A ello han contribuido diversos factores, entre los que destaca un entorno que se había caracterizado por la abundante liquidez a nivel global, la cual estimuló un mayor apetito por riesgo de los inversionistas. Por otra parte, se presentó una mejoría en las condiciones macroeconómicas en gran parte de estas economías, la cual permitió que diferentes agencias les asignaran una calificación crediticia superior. Como consecuencia, muchas de estas economías vieron reducidas sus primas de riesgo soberano de manera importante, alcanzando incluso niveles mínimos históricos en el pasado reciente (Gráfica 1). No obstante, en las últimas semanas la tendencia decreciente de dichas primas se ha revertido, aunque éstas aún se mantienen en niveles relativamente reducidos.



Dentro de los factores que han influenciado el comportamiento alcista que los rendimientos de los mercados emergentes han registrado a partir de marzo de 2005 (Gráfica 2) se encuentran los que a continuación se exponen. Primero, se ha reducido la holgura prevaeciente en los mercados financieros internacionales. Segundo, en las últimas semanas se ha incrementado la incertidumbre en torno a la trayectoria futura de las tasas de interés en los Estados Unidos. Ello ha respondido, en parte, a los elevados desequilibrios fiscal y comercial que se han registrado y a la información reciente sobre posibles presiones sobre la inflación en ese país. Tercero, se ha observado un deterioro en la percepción de la calidad crediticia de algunos emisores corporativos en los Estados Unidos.



Con respecto al tercer factor mencionado en el párrafo anterior, es importante comentar los casos de dos importantes emisoras de deuda corporativa: Ford Motor Company (Ford) y General Motors Corporation (GM). Ambas compañías han enfrentado un deterioro de sus finanzas, principalmente como consecuencia de una estructura de costos elevada y rígida (obligaciones asociadas a servicios de seguridad social para sus empleados y pensionados), así como de una caída en su participación en el mercado estadounidense, la cual se ha visto exacerbada por el encarecimiento

de la gasolina, que se ha traducido en una menor demanda por sus productos más importantes (vehículos de alto consumo de combustible). Aunado a ello, los precios del acero han venido afectando sus costos de producción de manera importante.

Cabe destacar que el 16 de marzo las calificadoras Standard & Poors y Fitch colocaron a GM con perspectiva negativa. Adicionalmente esta última redujo la calificación de su deuda de BBB a BBB-. Por su parte Moody's realizó un ajuste similar el 5 de abril (de Baa2 a Baa3 con perspectiva negativa). A su vez el 19 de abril GM anunció pérdidas por 1.1 mil millones de dólares para el primer trimestre de 2005, el peor resultado para el primer trimestre del año registrado desde 1992. Por su parte, Ford anunció el 20 de abril una reducción de sus ganancias en 38 por ciento para el primer trimestre del año. Aunado a lo anterior, ambas armadoras enfrentan una deuda combinada superior a los 450 mil millones de dólares, cuyo vencimiento se concentra entre 2005 y 2007 (en cada empresa aproximadamente el 50 por ciento del total de su deuda).

Como consecuencia de lo anterior, las diferentes agencias calificadoras, como Moody's, Standard & Poor's y Fitch, han ido reduciendo la calificación de la deuda de dichas empresas hasta ubicarlas en niveles apenas superiores al "grado de inversión". Ello se ha acompañado de incrementos sustanciales en el rendimiento de sus bonos (Gráfica 3) y de una caída importante en el valor de sus acciones (en ambos casos el valor de las acciones a caído en cerca de 36 por ciento entre el 1 de enero y el 20 de abril de 2005).

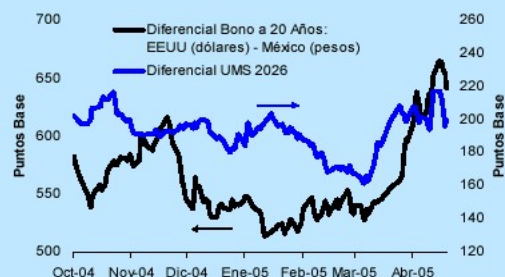
Gráfica 3
Diferencial de Bonos de Deuda de Ford y GM e Índice de Bonos de Alto Rendimiento de Merrill Lynch



*Promedio móvil de 15 días

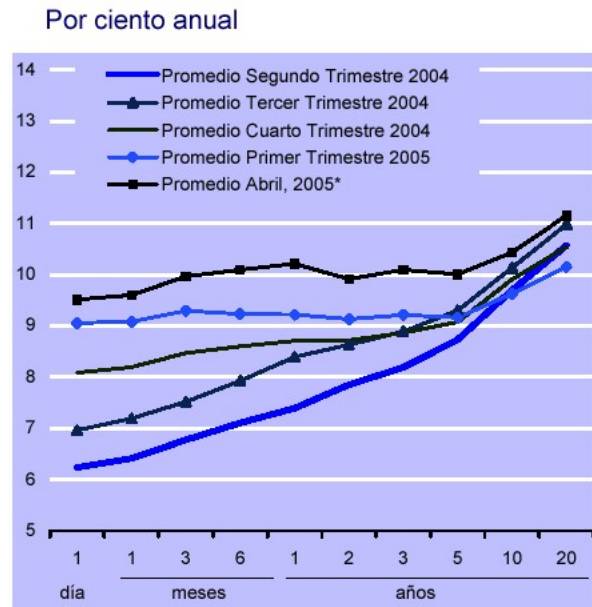
El deterioro en el perfil crediticio de estas emisoras ha implicado un incremento en la oferta total de bonos con un riesgo relativamente elevado. Ello ha contribuido a la ampliación de los diferenciales que usualmente tienen los instrumentos de mayor riesgo. Lo anterior se ha reflejado en el incremento en el rendimiento de los bonos de deuda soberana de los mercados emergentes, entre ellos México (Gráfica 4). Estos factores también han incidido en los instrumentos de mayor plazo en el mercado interno.

Gráfica 4
Diferencial de Tasas de Interés de Deuda Soberana entre México y los Estados Unidos

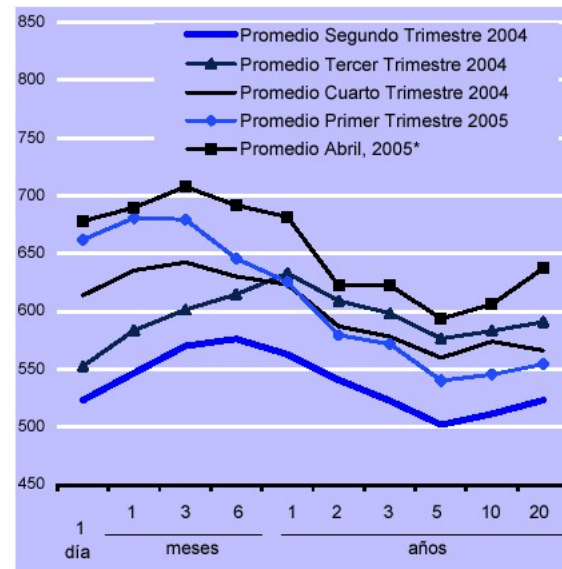


Gráfica 22 Curva de Rendimiento en México y Diferencial de Tasas de Interés entre México y los EEUU

a) Curva de Rendimiento en México



b) Diferencial de Rendimiento entre México y los EEUU
Puntos Base



* Al 22 de abril de 2005.

La restricción monetaria adoptada por el Banco de México durante 2004 y el primer trimestre del 2005 ha tenido como uno de sus principales objetivos contener el alza en las expectativas de inflación y evitar que éstas contaminaran las negociaciones salariales. En este sentido es posible decir que, hasta ahora, la política monetaria ha sido efectiva, al contribuir a reducir las primas de riesgo inflacionario que usualmente se descuentan de los instrumentos de renta fija. Al respecto, entre menor sea la incertidumbre asociada al desempeño futuro de la inflación, los mercados internos estarán en mejores condiciones para hacer frente a un entorno de mayor volatilidad financiera. No obstante, es importante destacar que las expectativas de inflación para el mediano y largo plazos aún se mantienen en niveles superiores al objetivo inflacionario.

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales

Durante el primer trimestre de 2005, la base monetaria creció a una tasa anual promedio de 14.8 por ciento, variación superior a la observada en el trimestre anterior (14.5 por ciento).²² Este ligero repunte se debió al aumento en la de-

manda por circulante asociada al periodo vacacional de Semana Santa, que en este año cayó en marzo mientras que en 2004 lo hizo en abril (excluyendo este efecto, la variación anual en el trimestre hubiera sido de aproximadamente 13.6 por ciento).

De acuerdo a su comportamiento estacional, durante los tres primeros meses del año la base monetaria tuvo una disminución de 28.3 miles de millones de pesos. Por su parte, los activos internacionales se redujeron en 0.1 miles de millones de dólares, con un saldo de 64.1 miles de millones al 31 de marzo de 2005. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó 27.6 miles de millones de pesos.

Cuadro 9

Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto

Millones

	Saldos		Flujos en 2005
	Al 31 Dic. 2004	Al 31 Mar. 2005	Acumulados al 31 Mar. 2005
(A) Base Monetaria (Pesos)	340,178	311,856	-28,322
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	716,170	717,037	-721
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	64,233	64,145	-88
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-375,992	-405,181	-27,601
(D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] ^{3/}	61,496	61,739	242
(E) Reserva Bruta (Dólares)	64,198	64,110	-87
Pemex			2,497
Gobierno Federal			-1,087
Venta de dólares a la banca ^{4/}			-1,380
Otros ^{5/}			-117
(F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	2,701	2,372	-330

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.

La reserva internacional registró un incremento de 242 millones de dólares durante los primeros tres meses de 2005. Esto fue resultado de una reducción en la reserva bruta por 87 millones de dólares, que fue más que compensada por una disminución en los pasivos a menos de seis meses del Banco Central por 330 millones de dólares.²³ La reducción en la reserva bruta se debió principalmente al efecto neto de los siguientes elementos: ventas de divisas de PEMEX al Banco de México por 2,497 millones de dólares; venta de dólares a través del mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales por 1,380 millones de dólares; y, adquisición de 1,087 millones de dólares por parte del Gobierno Federal para hacer frente al servicio de sus pasivos externos.

III.2.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

En los últimos años se ha presentado un incremento considerable en el ahorro financiero interno, así como cambios importantes en su destino. En particular, las menores necesidades financieras del sector público y la menor acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de México, han dado lugar a mayores recursos disponibles para el financiamiento interno del sector privado (Cuadro 10).

El ahorro financiero interno (M4) registró en 2004 un flujo superior al 6 por ciento del PIB. A su vez, dicho agregado creció en febrero de 2005 a una tasa real anual de 9.1 por ciento. En ello destaca la mayor importancia que recientemente ha adquirido el ahorro de los no residentes en instrumentos financieros internos, principalmente en bonos gubernamentales de largo plazo a tasa fija.²⁴ También es de resaltar que el Sistema de Ahorro para el Retiro se ha consolidado como una fuente estable de recursos financieros.

En cuanto al destino de los recursos financieros, destaca una menor utilización por parte del sector público y para la acumulación de activos internacionales. Ello responde, respectivamente, a los cuantiosos ingresos petroleros que ha recibido el Gobierno Federal en los últimos años y al mecanismo adoptado por la Comisión de Cambios para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales. En virtud de lo anterior, durante 2004 el sector privado pudo hacer uso de recursos internos adicionales que representaron alrededor del 1.6 por ciento del PIB. Por otro lado, se ha presentado una menor utilización de recursos externos por parte del sector privado. Esto último, sin duda, ha sido posible gracias a la mayor disponibilidad de recursos internos e implica una mayor fortaleza de la posición financiera de las empresas ante perturbaciones externas.

Cuadro 10

Fuentes y usos de recursos financieros totales
Flujos efectivos (por ciento del PIB)

	2002	2003	2004
M4	4.5	5.6	6.5
Residentes	4.6	5.5	5.8
SAR	1.6	1.8	1.6
Siefores	1.2	1.1	1.0
Otros fondos	0.4	0.7	0.6
Resto	3.0	3.7	4.2
No Residentes	-0.1	0.1	0.7
Financiamiento Externo Neto	0.3	0.5	-0.2
Al sector público ^{1/}	0.1	0.5	0.7
A la banca ^{2/}	0.5	0.5	-0.6
Al sector privado ^{3/}	-0.4	-0.5	-0.3
Total Fuentes	4.8	6.1	6.3
Reserva Internacional ^{4/}	1.1	1.5	0.6
Sector Público (RFSP) ^{5/}	2.2	2.6	1.9
Internos	2.1	2.1	1.2
Externos	0.1	0.5	0.7
Estados y Municipios	0.2	0.3	0.6
Sector Privado	1.8	0.7	2.5
Internos	2.2	1.2	2.8
Crédito de Intermediarios Financieros ^{6/}	1.1	-0.1	1.8
Valores en Circulación	0.5	0.6	0.4
Fondos de Vivienda (SAR) ^{7/}	0.6	0.6	0.6
Externos ^{3/}	-0.4	-0.5	-0.3
Otros Conceptos	-0.5	1.0	0.7
Total Usos	4.8	6.1	6.3
Memo:			
Financiamiento al Sector Público y Activos Internacionales ^{8/}	3.5	4.4	3.1

1/ Incluye el endeudamiento externo neto del Gobierno Federal, de organismos y empresas públicas y Pidiregas externos. Incluye las disponibilidades externas reportadas en cuentas de orden.

2/ Pasivos externos de la banca comercial netos de activos externos. Excluye captación de no residentes y créditos al exterior relacionados con Pidiregas.

3/ Incluye préstamos y valores emitidos en el exterior por el sector privado.

4/ Flujo efectivo acumulado de la Reserva Internacional (Ley orgánica BM).

5/ Se refiere a los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) con ingresos no recurrentes reportados por Banco de México. La definición de RFSP utilizada no se ve afectada por el canje de los Pagarés del Programa de Capitalización y Compra de Cartera.

6/ Incluye la cartera directa de los intermediarios financieros. No incluye programas de reestructura.

7/ INFONAVIT y FOVISSSTE.

8/ Incluye RFSP con ingresos no recurrentes, el financiamiento a estados y municipios y la reserva internacional.

Durante los últimos trimestres se ha observado un crecimiento generalizado en los distintos componentes del financiamiento bancario (Gráfica 23).²⁵ El crédito de la banca comercial al consumo ha continuado creciendo vigorosamente, alcanzando 43.7 por ciento real anual en febrero del 2005. Este incremento, en adición a los recursos recibidos a través de intermediarios financieros no bancarios, empresas comerciales y las remesas familiares, ha contribuido a sostener la importante expansión del consumo. Por su parte, el vigor del crédito hipotecario otorgado por la banca comercial (variación real anual de 29.9 por ciento en febrero del 2005), por las Sofoles y por el

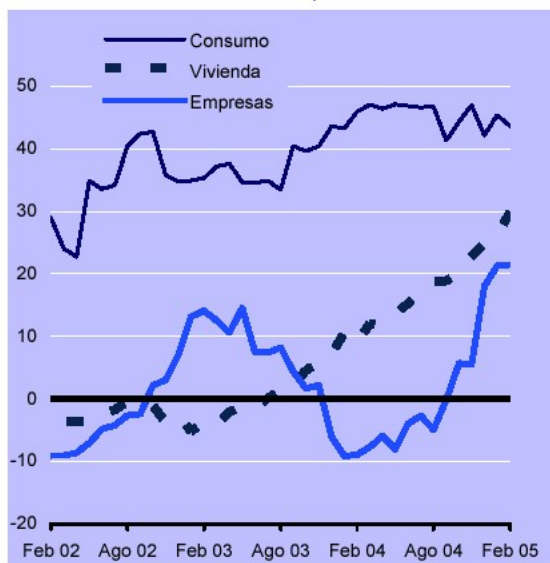
crédito bancario a empresas, el cual se incrementó a una tasa real anual de 21.5 por ciento al cierre del primer bimestre de 2005.

Infonavit han impulsado significativamente al sector de la construcción. Finalmente, destaca el reciente repunte del

Gráfica 23 Crédito Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado No Bancario

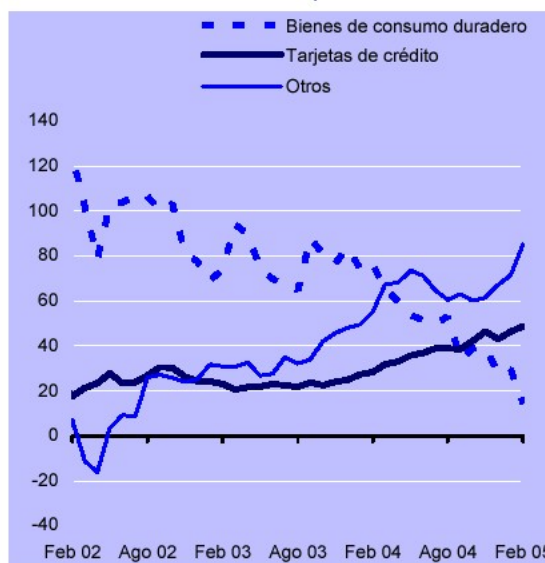
a) Crédito Directo Vigente^{1/}

Variación real anual en por ciento



b) Crédito al Consumo^{2/}

Variación real anual en por ciento



1/ No incluye cartera asociada a programas de reestructura.

2/ Se refiere al crédito total vigente al consumo. El rubro de otros incluye los créditos personales y de nómina.

Es pertinente poner en perspectiva el vigor con el que crece el crédito de la banca comercial al sector privado, 29.8 por ciento real anual para el crédito directo vigente en febrero del 2005. Al respecto, conviene considerar que el financiamiento directo actualmente representa tan sólo alrededor del 9 por ciento del PIB, cuando en 1994 era 42.9 por ciento. Así, tras un prolongado proceso de desintermediación bancaria, ha venido mejorando gradualmente el acceso al financiamiento tanto a hogares como a empresas. Esto apunta a que podría continuar el vigor del crédito bancario al sector privado.

IV. Perspectivas del Sector Privado para 2005-2006²⁶

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

Durante el primer trimestre de 2005 la evolución de las expectativas de los analistas económicos del sector privado sobre las principales variables macroeconómicas se caracterizó por lo siguiente: a) una disminución de la inflación esperada tanto para 2005, como para 2006; b) revisión al alza de la previsión sobre el crecimiento económico en 2005; y, c) una mejoría de los indicadores de confianza y de clima de negocios.

En los pronósticos recabados en marzo pasado sobresalió: i) se prevé un crecimiento del PIB en 2005 de 3.88 por ciento, cifra que supera a la de 3.74 por ciento contenida en la encuesta de diciembre de 2004 (Cuadro 11). Asimismo, para 2006 se anticipa una expansión del PIB de 3.64 por ciento; ii) se calcula que en 2005 se generarán 403 mil empleos formales y que en 2006 la cifra correspondiente resulte de 432 mil; iii) las expectativas acerca de las tasas de interés que prevalecerán en el país durante los próximos meses se revisaron al alza con relación a las que fueron recabadas en diciembre pasado; y, iv) los niveles esperados para el tipo de cambio del peso mexicano en los próximos meses y al cierre de 2005 se ajustaron ligeramente a la baja.

Los analistas encuestados en el primer trimestre de 2005 continuaron destacando que hay la necesidad de avanzar en la instrumentación de las medidas pendientes de cambio estructural, pues ello contribuiría a alcanzar mayores tasas de crecimiento económico. Asimismo, el segundo factor que se mencionó como una posible limitante del ritmo de la actividad económica y de la inversión durante los próximos meses fue la incertidumbre política.

Cuadro 11 Expectativas del Sector Privado: Diciembre de 2004 y Marzo de 2005^{1/}

	Diciembre 2004	Marzo 2005	Diciembre 2004	Marzo 2005
Crecimiento del PIB Real en México			Tipo de Cambio (Pesos por dólar, cierre de año)	
2005	3.74%	3.88%	2005 Encuesta Banxico	11.86
2006	3.83%	3.64%	Futuros ^{4/}	11.80
Déficit Comercial (Millones de dólares)			2006 Encuesta Banxico	12.25
2005	8,526	12,239	Mezcla Mexicana de Petróleo (Dólares por barril en promedio)	
Déficit de la Cuenta Corriente (Millones de dólares)			2005 Encuesta Banxico	27.58
2005	12,314	13,944	Incrementos Salariales	
2006	n.d.	16,247	Para Abril 2005	n.d.
Inversión Extranjera Directa (Millones de dólares)			Para Mayo 2005	4.51%
2005	13,852	13,750	Índice de Confianza y de Clima de los Negocios	
2006	n.d.	13,599	1998=100 ^{5/}	128.2
Crecimiento del PIB Real y de la Producción Industrial en los EUA Durante 2005 y 2006				
Crecimiento del PIB en 2005			Crecimiento del PIB en 2006	
Encuesta Banxico	3.5%	3.6%	Encuesta Banxico	n.d.
Consensus Forecasts ^{2/}	3.5%	3.7%	Consensus Forecasts ^{2/}	3.4%
Blue Chip Economic Indicators ^{3/}	3.5%	3.7%	Blue Chip Economic Indicators ^{3/}	3.4%
Producción Industrial en 2005			Producción Industrial en 2006	
Blue Chip Economic Indicators ^{3/}	4.2%	4.0%	Blue Chip Economic Indicators ^{3/}	3.9%

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

2/ Consensus Forecasts del 6 de diciembre de 2004 y del 14 de marzo de 2005.

3/ Blue Chip Economic Indicators del 10 de diciembre de 2004 y del 10 de marzo de 2005.

4/ Los futuros del tipo de cambio corresponden al 31 de diciembre de 2004 y al 31 de marzo de 2005.

5/ Nivel promedio en el cuarto y primer trimestres.

n.d. No disponible

IV.1.1. Expectativas sobre la Inflación

Durante el primer trimestre de 2005 los especialistas del sector privado revisaron a la baja sus pronósticos de inflación para diferentes horizontes. Así, en la encuesta de marzo de este año, la previsión para la inflación general en 2005 se ubicó en 3.95 por ciento, cifra inferior a la recabada al cierre de diciembre pasado (4.32 por ciento). En lo referente a la inflación subyacente que se anticipa para 2005, ésta se ubicó en 3.67 por ciento en la encuesta de marzo, dato que se compara con el de 3.76 por ciento que se había calculado en diciembre de 2004. Por otra parte, de diciembre del año pasado a marzo del presente año, las tasas de inflación esperadas se redujeron de 4.09 a 3.96 por ciento para 2006; de 3.95 a 3.84 por ciento para 2007; y de 3.91 a 3.84 por ciento para el promedio anual en el periodo 2006-2009 (Gráfica 19).

V. Balance de Riesgos y Conclusiones

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

(a) Las perspectivas de crecimiento para la economía mundial continúan siendo relativamente positivas. Al respecto, si bien se anticipa que la expansión de la economía esta-

dounidense se desacelerará, se prevé que en 2005 mantendrá un ritmo de crecimiento cercano a su potencial. En particular, el promedio de las proyecciones de los principales analistas sobre la variación del PIB real se sitúa en 3.7 por ciento, y en 4.1 por ciento en el caso de la producción industrial.

(b) Los mercados financieros internacionales han mostrado cierta cautela respecto a los instrumentos de deuda de mayor riesgo. Ello se debe, en parte, tanto a la incertidumbre asociada al panorama inflacionario en los Estados Unidos y a la consecuente reacción de política monetaria por parte de la Reserva Federal, como al deterioro crediticio de algunos emisores en ese país. Por lo tanto, para el resto de 2005 es posible que pudieran presentarse condiciones de acceso al financiamiento en los mercados internacionales menos favorables, sobre todo en el caso de aquellos emisores soberanos y privados con menor calidad crediticia.

A partir de las consideraciones anteriores, y con base en la información más reciente, el ejercicio de pronóstico arroja el siguiente escenario para 2005:

Crecimiento: Se mantiene la previsión de que el crecimiento económico se situará entre 3.5 y 4.0 por ciento.

Empleo: Se estima que la generación de empleos en el sector formal será aproximadamente de 400 mil plazas.

Cuenta Corriente: Se espera un déficit moderado en la cuenta corriente de la balanza de pagos, en niveles cercanos al 2 por ciento del producto.

Inflación: Se anticipa que la inflación general anual se sitúe al cierre del año dentro del intervalo de variabilidad establecido alrededor del objetivo de inflación. Ello como resultado de los factores que se exponen a continuación.

El efecto inflacionario de los choques de oferta que se presentaron en el 2004, y que afectaron principalmente al componente no subyacente del INPC y al grupo de alimentos del subíndice de precios subyacente de las mercancías, ha comenzado a revertirse. Lo anterior se reflejó en una reducción de la inflación general anual, la cual pasó de 5.43 por ciento en noviembre de 2004, a 4.39 por ciento en marzo.

Esta reducción en la inflación general anual y la perspectiva de que este proceso continuará, se sustenta en las siguientes consideraciones:

(a) Las cotizaciones internacionales de diferentes bienes primarios agrícolas y pecuarios, que registraron fuertes incrementos en el 2004, han comenzado a mostrar una evolución más favorable. A este resultado han contribuido las reducciones en las cotizaciones de algunos granos y cereales, así como de otras materias primas agrícolas, al tiempo que las de los productos cárnicos han mostrado mayor estabilidad. A su vez, los mercados a futuro anticipan que el comportamiento de las cotizaciones de estos bienes para lo que resta de 2005 se mantendrá relativamente estable.

(b) La inflación al consumidor de los alimentos en los Estados Unidos (tanto de alimentos procesados como de bienes primarios) se ha venido reduciendo.

(c) Se regularizó la producción de diversos perecederos (en México y en los Estados Unidos) que fue afectada por eventos climáticos extremos, como en el caso del jitomate. No obstante, conviene recordar que las cotizaciones de este tipo de bienes son altamente sensibles a perturbaciones de oferta de todo tipo, lo que deriva en una elevada volatilidad de la inflación de este grupo de genéricos.

(d) Los precios internacionales de los energéticos repuntaron durante el primer trimestre del año, al igual que sus co-

tizaciones a futuro para lo que resta de 2005. Al respecto, si bien estos precios han alcanzado niveles elevados, en general los mercados a futuro no anticipan que continúen con la tendencia al alza observada recientemente. Sin embargo, se trata de un claro factor de riesgo que puede afectar el comportamiento de la inflación.

(e) Se anticipan menores incrementos en los precios de los bienes y servicios concertados, como es el caso del transporte público en diferentes ciudades del país.

(f) Los precios de diversos bienes que se utilizan como insumos en la construcción de vivienda y en la producción de otros genéricos, tales como el acero y sus derivados y otros metales, se han reducido de manera importante. Sin embargo, debe recordarse que las cotizaciones de estos bienes son, por lo general, volátiles.

(g) En la medida en la que han comenzado a disiparse los efectos de los choques de oferta, en combinación con una postura monetaria más restrictiva, las expectativas de inflación para diferentes horizontes de tiempo han comenzado a disminuir ligeramente.

(h) Al parecer, las perturbaciones de oferta que afectaron a la inflación general durante 2004 han tenido, hasta ahora, efectos limitados sobre las negociaciones salariales.

Con base en las consideraciones anteriores, a continuación se describen las perspectivas para la inflación en los siguientes meses.

En cuanto a la inflación del componente no subyacente del INPC:

(a) La evolución reciente y a futuro de las cotizaciones de diversos granos y cereales, así como de los productos cárnicos, sugiere que en 2005 la inflación anual de los bienes pecuarios mostrará una reducción importante con respecto a la observada en el año anterior.

(b) Por lo que se refiere a los precios de los bienes y servicios incluidos en el subíndice de administrados, se espera que en 2005 la inflación de los diferentes genéricos que lo componen será menor que la registrada en 2004. Esta previsión se basa en que: i) el Gobierno Federal ha adoptado diferentes medidas para moderar los incrementos de las tarifas eléctricas; ii) los precios de las gasolinas en las zonas fronterizas ya se igualaron a los precios internos de este bien por lo que, en su caso, sólo podrían incrementarse de

acuerdo al desliz establecido para estos últimos; y, iii) se espera que los precios del gas LP presenten un comportamiento cercano a la cota inferior del intervalo de posible variación para sus precios determinado por las autoridades (0.75 a 1.75 por ciento mensual), dado el comportamiento relativamente estable que muestran los precios a futuro de este energético.

(c) Se espera que la reducción observada en las variaciones anuales del subíndice de precios de bienes concertados se mantenga en lo que resta del año. Por lo que se refiere a la inflación subyacente:

(d) Se anticipa que continúe la reducción gradual en la variación anual de los precios de las mercancías. Por un lado, es previsible que continúe la tendencia decreciente de la inflación anual de los alimentos, en congruencia con la evolución de los precios de estos bienes en los mercados internacionales. Por otro, se prevé que la variación anual en los precios del resto de las mercancías mostrará cierta tendencia lateral.

(e) La inflación subyacente de los servicios distintos de los de la vivienda ha registrado un repunte, como secuela de los aumentos de los precios de diversas materias primas que se utilizan en su elaboración. Se anticipa que esta tendencia se estabilizará en los próximos meses. Por su parte, la variación anual de los precios de los servicios de la vivienda se ha reducido como consecuencia de menores costos de construcción (principalmente el acero), y de la mayor oferta de vivienda. Se estima que durante los siguientes dos trimestres la inflación anual de este rubro mantenga un comportamiento lateral para, posteriormente, hacia el cierre del año presentar un ligero repunte consecuencia de la base de comparación con el año anterior.

Con base en las consideraciones anteriores, es previsible que en los siguientes meses la inflación general anual continúe exhibiendo cierta volatilidad y se ubique en niveles ligeramente mayores a los que se observaron al cierre del primer trimestre del año. Esta evolución estaría reflejando en gran medida el que en 2004 las cotizaciones de diversos perecederos fueron inusualmente bajas. Posteriormente, durante el tercer trimestre la inflación general volvería a iniciar una tendencia descendente, que la ubicaría dentro del intervalo de variabilidad hacia el cierre del año. Por lo que se refiere a la inflación subyacente, se anticipa que ésta presentará un comportamiento relativamente estable en lo que resta de 2005.

Como se puede apreciar, los principales elementos que están contribuyendo al descenso de la inflación se encuentran asociados a la reversión de los efectos de los choques de oferta registrados en 2004. Ello se ve reflejado en la importante contribución a la desinflación del componente no subyacente del INPC, y en los menores incrementos de los precios de los alimentos procesados incluidos en el subíndice de precios subyacente de las mercancías.

El proceso de convergencia de la inflación hacia su meta continúa enfrentando retos importantes. En primer lugar, la inflación subyacente y sus expectativas aún se encuentran en niveles relativamente elevados, lo cual sugiere que el objetivo de inflación de 3 por ciento todavía no se ha incorporado de manera generalizada en la formación de precios en la economía. En segundo, los precios internacionales de los energéticos mostraron un repunte en el primer trimestre del año, al tiempo que se incrementó su volatilidad. Si bien esto aún no ha tenido un impacto sobre la inflación, constituye un elemento que el Banco de México vigila atentamente. Finalmente, a pesar de que la información disponible no permite identificar presiones de consideración sobre la inflación provenientes de la demanda agregada, debido a que la economía transita por la fase alta de su ciclo, el riesgo de que ello ocurra puede ser mayor.

En este entorno, el Banco de México seguirá conduciendo su política a fin de propiciar condiciones monetarias que induzcan la convergencia de la inflación hacia su meta.

A continuación se describen los principales factores de riesgo a los que se considera está sujeto el escenario base.

El primero de ellos se asocia a la posibilidad de que los precios de los energéticos se mantengan en niveles elevados e, inclusive, que pudiesen verse presionados aún más al alza. Ello podría propiciar que la economía de los Estados Unidos se desacelerara más que lo previsto. A su vez, este escenario podría implicar mayores presiones sobre los precios de los genéricos incluidos en el subíndice de precios administrados.

En segundo lugar, destaca la posibilidad de que el deterioro en la calidad crediticia de algunos emisores estadounidenses resulte más agudo y generalizado que lo que actualmente se anticipa. Ello podría dar lugar a importantes ajustes en los portafolios de inversión a nivel mundial, con la consecuente afectación en el acceso al financiamiento para los mercados emergentes.

El tercero de ellos está relacionado con la sostenibilidad del crecimiento mundial ante la acumulación de desequilibrios globales. En particular, es preocupante el elevado y creciente déficit de la cuenta corriente de los Estados Unidos, que ha alcanzado una magnitud sin precedentes. Si estos desequilibrios llegaran a una situación que hiciera necesaria una corrección abrupta, se generarían fuertes presiones recesivas a nivel mundial y un incremento considerable de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, en detrimento de las condiciones de acceso a financiamiento para las economías emergentes.

Finalmente, diversos analistas han señalado que la incertidumbre política en México podría incrementarse al irse aproximando el proceso electoral del 2006. Ello podría tener dos secuelas: por un lado, se reflejaría en una mayor volatilidad en nuestros mercados financieros; por otro, se dificultaría aún más llegar a los consensos necesarios para avanzar en la agenda de cambio estructural que el país requiere.

No obstante, es importante señalar que las características fundamentales de la economía nacional permiten estar en mejor posición para hacer frente a los efectos de los factores de riesgo antes descritos y los distintos escenarios que de ellos se desprenden. En este sentido, se hace patente la importancia del anclaje macroeconómico de la economía, del cual forma parte fundamental la política monetaria. Es imprescindible, sin embargo, que este esfuerzo de estabilización de la economía sea complementado con otras políticas y medidas congruentes que permitan un crecimiento más vigoroso, sostenido y equitativo.

La experiencia internacional muestra que un marco más ágil y moderno para la actividad económica fortalece las fuentes internas del crecimiento, genera mayor productividad y demanda de empleos y se refleja de manera concreta en mayores tasas de crecimiento. Muchos países que hace unas cuantas décadas tenían un producto per cápita similar o menor al de México han logrado rebasarlo ampliamente, gracias a la realización de reformas vigorosas y congruentes en el tiempo. Por eso, cada año que se postergan los cambios, se arriesga la posición de México en una economía mundial sumamente competida, y se pierde una oportunidad de reforzar el crecimiento, disminuir los rezagos sociales y fortalecer las bases para el progreso futuro.

El Banco de México seguirá aportando sus mayores esfuerzos para cumplir su encomienda constitucional de

mantener la estabilidad de precios. Con ello, buscará coadyuvar a la materialización de un entorno de certidumbre que permita enfrentar los retos externos e internos y aprovechar el potencial de desarrollo económico del país.

Notas:

1. En particular, en el transporte urbano, y las cuotas de agua y predial.
2. Destacó el aumento en las cotizaciones del jitomate.
3. Las tarifas domésticas de alto consumo se actualizan mensualmente de acuerdo a la siguiente fórmula: $F = 0.8 * TIP + 0.2 * TCC$. El primer término de la ecuación (TIP), se compone de tres subíndices del Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) que se promedian aritméticamente, y que son: Maquinaria y Equipo, Industrias Metálicas Básicas y, Otras Industrias Manufactureras. El segundo término (TCC), representa el costo de los combustibles que se utilizan para la generación de electricidad, los referidos energéticos son: combustóleo importado y nacional; gas natural; diesel industrial; y, carbón importado y nacional.
4. Cabe destacar las reducciones del subíndice del INPP de las industrias metálicas básicas y del precio del combustóleo que PEMEX le vende a la CFE.
5. El 30 de diciembre de 2004 se publicó, en el Diario Oficial de la Federación, un Decreto en el que se reducen los aranceles aplicables a aproximadamente 9,200 fracciones provenientes de aquellos países con los que México no tiene un tratado comercial. Destaca entre éstas, la eliminación del arancel a las importaciones de gas licuado de petróleo.
6. Inclusive, el aumento en los precios de los metales ejercieron presión sobre los de los embalajes en que se comercializan una variedad de alimentos como atún, sardina, verduras en conserva, etc.
7. Se refiere al precio de mercado efectivamente observado en el periodo. Al 22 de abril, el precio del WTI y de la mezcla mexicana se ubicaban en 54.31 y 41.61 dólares por barril respectivamente.
8. Dicho diferencial tendió a reducirse a partir de los últimos días de marzo. Al 22 de abril, el diferencial era de 12.70 dólares. Estos movimientos en el diferencial han venido reflejando, en parte, la política de comercialización de PEMEX en los mercados internacionales. En diciembre pasado, PEMEX redujo el término de ajuste a las fórmulas de precios a fin de hacer más competitiva su posición en el mercado. En meses recientes, dicha disminución ha sido parcialmente revertida.

9. Durante el periodo 1972-2004, el índice de utilización de la capacidad instalada para la producción de bienes finales registró un mínimo de 70.6 por ciento en mayo de 2003 y un máximo de 83.6 por ciento en diciembre de 1978.
10. Al 22 de abril, el contrato de futuros de la tasa de fondos federales para diciembre de 2005 se ubicaba en 3.72 por ciento.
11. Al 22 de abril, la tasa de interés del bono a 10 años se ubicaba en un nivel de 4.26 por ciento.
12. En abril el mercado accionario alcanzó nuevos mínimos para el año, frente a señales de una desaceleración de la actividad más pronunciada de lo antes esperado. De finales de diciembre al 22 de abril, los índices Dow Jones y NASDAQ disminuyeron en 5.4 y 10.3 por ciento, respectivamente.
13. El dólar se mantuvo relativamente estable a lo largo de abril. El tipo de cambio frente a las principales monedas registró al 22 de abril una depreciación de 0.1 por ciento frente al nivel del cierre de marzo.
14. El PIB de la zona del euro creció 2.1 por ciento en 2004.
15. La economía japonesa creció 2.7 por ciento en 2004.
16. Asia Emergente incluye a los países en desarrollo de Asia, las economías asiáticas de reciente industrialización y Mongolia.
17. El Fondo Monetario Internacional pronostica un crecimiento de 7.0 por ciento para Asia Emergente en 2005 y el Banco Asiático de Desarrollo pronostica 6.5 por ciento.
18. Un evento relevante durante el trimestre fue que a fines de febrero concluyó el intercambio de bonos para reestructurar la deuda de Argentina.
19. Cabe señalar que es complicado desestacionalizar series económicas cuando se trata de ajustar por eventos tales como el de la Semana Santa, cuya ubicación incluso cambió de mes de 2004 a 2005 y que además en el presente año también coincidió con el día de asueto del 21 de marzo.
20. Con excepción de Guanajuato, Campeche, Veracruz y Nayarit, entidades donde el empleo formal mostró leves descensos en el trimestre.
21. La última información oficial disponible sobre la evolución del PIB y de la oferta y demanda agregadas se refiere al cuarto trimestre de 2004. En dicho periodo sobresalieron los crecimientos anuales de las exportaciones de bienes y servicios (de 10.3 por ciento), del consumo privado (7 por ciento) y el fortalecimiento a tasa anual de la formación bruta de capital (de 10.9 por ciento). Esto último como resultado de un significativo incremento anual de la inversión privada (12.6 por ciento) y de la efectuada por el sector público (7.4 por ciento).
22. Variaciones calculadas con base en el promedio de saldos diarios.
23. La reserva internacional se calcula como la reserva bruta menos los pasivos a menos de seis meses.
24. El ahorro de los no residentes en instrumentos financieros internos alcanzó 108.2 miles de millones de pesos (88.4 miles de millones de pesos en bonos de largo plazo a tasa fija) y creció a una tasa real anual de 87 por ciento en febrero de 2005.
25. Las cifras reportadas en esta sección se refieren a la cartera de crédito directa vigente.
26. 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.»

«Informe sobre la Inflación.— Abril - Junio 2005.— Banco de México.— Julio, 2005.

Junta de Gobierno

Gobernador

Guillermo Ortiz Martínez

Subgobernadores

Everardo Elizondo Almaguer

Guillermo Güemez García

Jesús Marcos Yacamán

José Julián Sidaqui Dib

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 26 de julio de 2005. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

INDICE

Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2005

I. Introducción

II. Evolución y Principales Determinantes de la Inflación Abril - Junio 2005

II.1. Evolución de la Inflación

II.1.1. Inflación Subyacente

II.1.2. Inflación No Subyacente

II.1.3. Inflación Mensual

II.1.4. Índice Nacional de Precios Productor

II.2. Principales Determinantes de la Inflación

II.2.1. Entorno Externo

II.2.1.1. Precio del Petróleo

II.2.1.2. Evolución de la Economía de los Estados Unidos

II.2.1.3. Evolución de la Economía del Resto del Mundo

II.2.2. Salarios, Productividad y Empleo

II.2.2.1. Salarios Contractuales

II.2.2.2. Remuneraciones y Productividad

II.2.2.3. Empleo

II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

II.2.4. Balanza de Pagos y Flujos de Capital

III. La Política Monetaria durante el Segundo Trimestre de 2005

III.1. Acciones de Política Monetaria

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales

III.2.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

IV. Perspectivas del Sector Privado para 2005-2006

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

IV.2. Expectativas sobre la Inflación

V. Balance de Riesgos y Conclusiones

I. Introducción

La información más reciente sugiere que durante el primer semestre de 2005 la actividad económica mundial presentó un crecimiento sólido, a pesar de que registró una ligera desaceleración respecto del ritmo de expansión observado el año anterior. Las perspectivas de crecimiento para la economía mundial en lo que resta del año continúan siendo favorables. Asimismo, en los mercados financieros internacionales se ha venido disipando el aumento en la aversión al riesgo que comenzó a presentarse hacia finales del primer trimestre. Las condiciones anteriores han dado lugar a una clara mejoría en el entorno crediticio, tanto para emisores soberanos, como privados.

En lo que se refiere a la economía estadounidense, la información disponible permite anticipar que en el segundo trimestre del año su ritmo de expansión se desaceleró en cierta medida. Ello se debió en gran parte a los efectos del repunte en los precios internacionales del crudo, los cuales continúan alcanzando nuevos niveles máximos. Esto afectó tanto al consumo como a la producción industrial. No obstante, el comportamiento de algunos indicadores oportunos sugiere que la actividad económica se fortaleció nuevamente hacia finales del trimestre.

Es importante señalar que el sector industrial en ese país ha venido resintiendo los efectos de la recomposición de la producción manufacturera a nivel mundial. Este fenómeno, que comenzó a gestarse desde hace varias décadas, se aceleró con la creciente participación de China en los flujos internacionales de comercio y coadyuvó a que, en los últimos años, se redujeran de manera importante los precios internacionales de las manufacturas, y a que se elevaran los de diversas materias primas, especialmente los energéticos. A su vez, este cambio en precios relativos ha conducido a que en diversas economías, entre ellas la de los Estados Unidos, los sectores de servicios sean los que estén presentando un mayor dinamismo, tanto en la producción, como en la generación de empleos.

El entorno descrito ha tenido efectos sobre la economía nacional. Por un lado, las exportaciones manufactureras han venido perdiendo participación en los mercados internacionales, debido a la mayor presencia de productos chinos en combinación con una gradual pérdida de competitividad por parte de los nuestros. Como lo ha mencionado el Banco de México en reiteradas ocasiones, esta pérdida de competitividad refleja la ausencia de reformas estructurales que eleven la productividad y eficiencia de nuestro

aparato productivo, y que son imprescindibles para poder enfrentar de manera exitosa la creciente competencia de países como China en los flujos internacionales de comercio. Por otro lado, el menor dinamismo de la demanda externa se ha visto compensado tanto por el aumento en los precios del crudo, como por el vigor con el que han venido creciendo las remesas familiares, al representar ambos una importante fuente de financiamiento del gasto interno. En este contexto, es probable que también en México se estén presentando ciertos cambios en la composición de la producción y del gasto en respuesta a las condiciones externas que enfrenta el país.

En efecto, la menor contribución al crecimiento de la demanda externa se ha visto compensada por la expansión tanto del consumo, como de la inversión. Como ya se mencionó, la evolución de estos rubros del gasto se ha sustentado en una amplia disponibilidad de recursos proveniente de la venta de crudo y de remesas familiares, así como de un incremento en el financiamiento interno.

No obstante, en balance, es previsible que en el presente año el ritmo de crecimiento de la economía nacional se reduzca ligeramente respecto del registrado el año previo. En particular, se espera que en 2005 la tasa de crecimiento de la actividad productiva se sitúe en un intervalo entre 3.25 y 3.75 por ciento, y que se sustente en mayor medida sobre bases internas.

Por lo que se refiere a la inflación, en el segundo trimestre del año ésta registró una ligera reducción respecto de la observada al cierre del trimestre previo (4.33 vs. 4.39 por ciento anual). No obstante, la inflación subyacente mostró un descenso apreciable, alcanzando en junio una variación anual de 3.38 por ciento (3.61 en marzo de 2005). El descenso de la inflación subyacente obedeció en gran medida a la disipación gradual de los efectos de los choques de oferta que afectaron negativamente al subíndice de precios de los alimentos, así como a la reducción de los precios internacionales del acero y sus derivados, que ha dado lugar a una menor tasa de crecimiento del subíndice de precios de los servicios asociados a la vivienda.

En general, en la medida en la que se han venido disipando las presiones inflacionarias asociadas a los choques de oferta registrados el año previo, las expectativas de inflación se han reducido. En particular, las expectativas para la inflación general al cierre de 2005 han alcanzado niveles cercanos a los registrados antes de que se presentaran las perturbaciones de oferta mencionadas. No obstante, las

expectativas de inflación para horizontes de mayor plazo aún no regresan a los niveles registrados a principios de 2004 y se mantienen relativamente elevadas con relación al objetivo de inflación de 3 por ciento establecido por el Banco de México.

Es claro que cualquier economía enfrenta en todo momento riesgos, mayores o menores, con respecto al cumplimiento de su objetivo de inflación. Esto adquiere mayor relevancia en el caso de economías que, como México, todavía no convergen con dicho objetivo. Sin embargo, en lo que toca a la inflación, recientemente el balance de riesgos ha mejorado, si bien deben señalarse los siguientes elementos:

- a) la inflación subyacente de los servicios distintos de los de la vivienda continúa elevada y se ha incrementado recientemente;
- b) los precios internacionales de los energéticos y sus cotizaciones a futuro han registrado un nuevo repunte;
- c) a pesar de que la información disponible no permite identificar presiones de consideración sobre la inflación provenientes de la demanda agregada, el hecho de que la economía transite por la fase alta de su ciclo hace que este riesgo se incremente.

En este contexto, es muy importante que el proceso de formación de precios en general, y las negociaciones salariales en particular, utilicen como referencias el objetivo de 3 por ciento para la inflación y el crecimiento esperado de la productividad. Por su parte, el Instituto Central continuará atento de que el impulso alcista sobre los precios derivado de los choques de oferta referidos se mantenga contenido, y a que no surjan presiones sobre la inflación que pudieran originarse del gasto.

II. Evolución y Principales Determinantes de la Inflación Abril - Junio 2005

II.1. Evolución de la Inflación

En junio de 2005 la inflación general anual alcanzó 4.33 por ciento, mientras que al cierre del trimestre previo ésta fue 4.39 por ciento (Gráfica 1 y Cuadro 1). Esta reducción de la inflación general refleja un descenso de 0.23 puntos porcentuales de la inflación subyacente anual, que registró un nivel de 3.38 por ciento al cierre del segundo trimestre

de 2005. En este resultado influyó el desvanecimiento de algunas de las perturbaciones que afectaron la inflación el año pasado. En cuanto a la evolución de los precios al consumidor en el segundo trimestre de 2005 cabe destacar:

a) La reducción de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, así como la percepción de una mayor estabilidad de sus cotizaciones a futuro, han contribuido a disminuir la inflación de los alimentos procesados. En consecuencia, la tasa de crecimiento de los precios del grupo de los alimentos del subíndice subyacente de las mercancías resultó 0.58 puntos porcentuales menor en el segundo trimestre del año, con relación al cierre del primer trimestre.

b) Otra perturbación de oferta cuyos efectos sobre la inflación han comenzado a disiparse, se refiere a las alzas que presentaron el año pasado los precios de algunos metales. En particular, destaca la reducción en el precio internacional de la chatarra, que en México se utiliza como insumo en la producción de acero (Gráfica 2). Este fue uno de los factores que influyó en la baja de 0.67 puntos porcentuales, entre marzo y junio de 2005, en la tasa de variación anual del subíndice subyacente de los servicios de vivienda, toda vez que coadyuvó a disminuir los costos de la construcción residencial.

c) Sin embargo, durante el periodo objeto de este Informe se registraron incrementos en las tasas de crecimiento de los subíndices de precios subyacentes de las mercancías no alimenticias y de los servicios distintos a los de la vivienda.

d) Por su parte, la baja del precio del acero contribuyó al descenso de las tarifas eléctricas de alto consumo (DAC).¹ Dicho factor, aunado a la unificación que se presentó en febrero del año en curso de los dos tramos de cobro hacia la tasa menor de éstos, fue determinante en el descenso de la inflación del genérico electricidad.

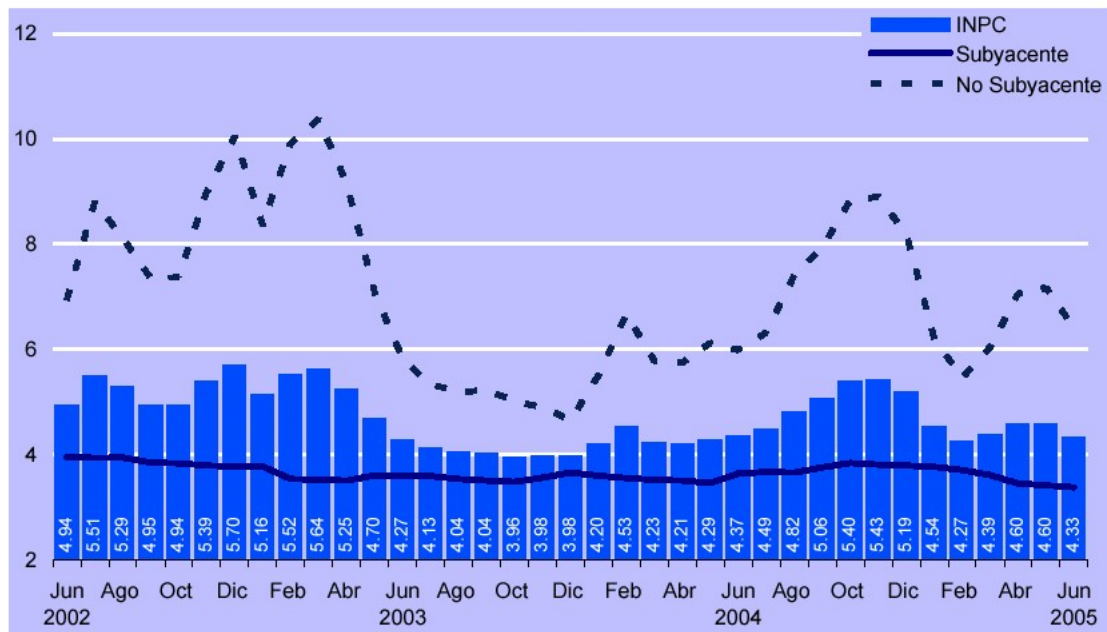
e) La mayor estabilidad de los precios internacionales del gas licuado ha contribuido, en alguna medida, a la moderación de los incrementos en las cotizaciones internas (Gráfica 3). Así, la variación anual de los precios del genérico gas para uso doméstico disminuyó 3.13 puntos porcentuales entre marzo y junio de 2005 (pasando de 17.73 a 14.60 por ciento, respectivamente).

f) Los precios internos de la gasolina se han deslizado mensualmente a un ritmo congruente con una variación anual de 3 por ciento. En el caso de las ciudades fronterizas, los precios de la gasolina se fijan con relación a la ciudad extranjera más próxima, teniendo como techo el precio vigente en el interior del país. Cabe señalar, que las cotizaciones en dichas ciudades han alcanzado el referido techo. Ello ha limitado los aumentos mensuales de dichos precios, que en el acumulado para el trimestre resultaron menores a los observados en igual periodo del año anterior.

g) Un elemento que también coadyuvó a reducir el aumento del INPC durante el segundo trimestre de 2005 fue la disminución de 0.41 puntos porcentuales que registró la tasa de crecimiento anual del subíndice de precios concertados (que pasó de 3.19 por ciento en marzo, a 2.78 por ciento en junio). Este resultado se debió en gran medida a que los ajustes tarifarios que se aplicaron al transporte público urbano durante el lapso señalado fueron menores y ocurrieron en ciudades con una ponderación más baja en el INPC, que los observados durante el mismo periodo del año previo.

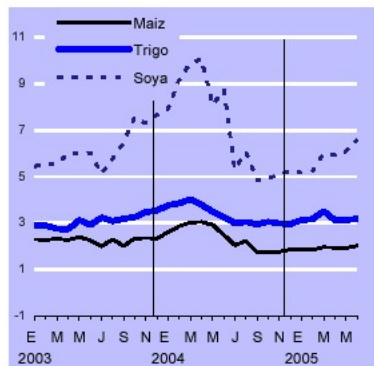
h) En contraste, una mayor presión alcista sobre el INPC provino del grupo de las frutas y verduras, cuya tasa de variación anual pasó de 4.65 por ciento en marzo de 2005, a 20.47 por ciento en junio de ese mismo año. Ello fue consecuencia de aumentos muy significativos en las cotizaciones de algunos cultivos, entre los que destacó el jitomate. El alza de dicho producto fue consecuencia de malas cosechas tanto en México como en Estados Unidos, debido a condiciones climáticas adversas.

Gráfica 1 Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento

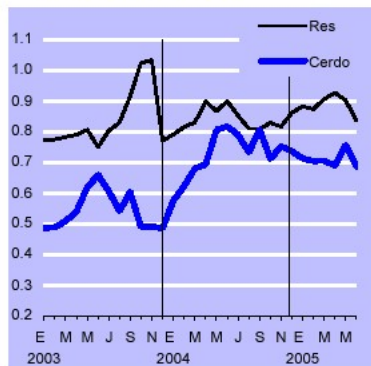


Gráfica 2 Precios Internacionales de Materias Primas Seleccionadas

a) Granos
Dólares por bushel



b) Carnes
Dólares por libra



c) Acero (chatarra)
Índice



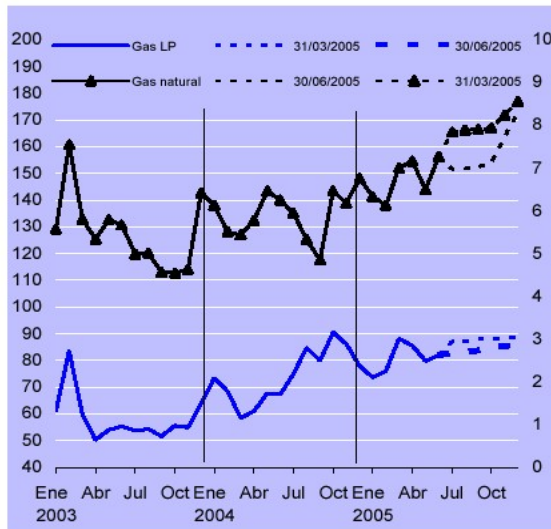
Fuente: (a) y (b) Departamento de Agricultura de EEUU, y (c) Bureau of Labor Statistics.

Cuadro 1 Componentes del Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento

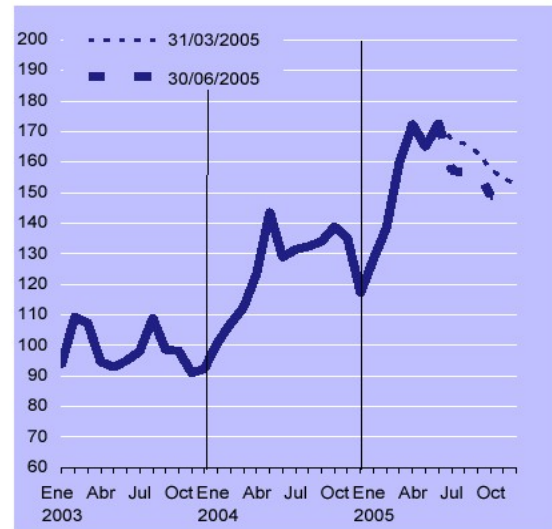
	Dic-2004/ Dic-2003	Mar-2005/ Mar-2004	Abr-2005/ Abr-2004	May-2005/ May-2004	Jun-2005/ Jun-2004	Diferencia porcentual
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(e-b)
INPC	5.19	4.39	4.60	4.60	4.33	-0.06
Subyacente	3.80	3.61	3.46	3.42	3.38	-0.23
Mercancías	3.87	3.61	3.59	3.56	3.49	-0.12
Alimentos	7.04	5.90	5.67	5.50	5.32	-0.58
Otras mercancías	1.69	2.00	2.13	2.19	2.20	0.20
Servicios	3.72	3.61	3.31	3.27	3.27	-0.34
Vivienda	3.70	3.06	2.71	2.47	2.39	-0.67
Otros servicios	3.74	4.28	4.04	4.24	4.32	0.04
No Subyacente	8.20	6.04	7.06	7.17	6.41	0.37
Agropecuarios	10.11	5.73	11.33	14.24	11.95	6.22
Frutas y Verduras	6.43	4.65	19.48	26.47	20.47	15.82
Jitomate	23.24	24.61	57.30	74.79	61.22	36.61
Resto	2.51	2.13	13.11	16.94	14.29	12.16
Pecuarios	12.69	6.39	6.50	6.99	7.16	0.77
Administrados y Concertados	7.51	5.70	4.95	3.78	3.52	-2.18
Administrados	10.02	8.39	7.38	5.04	4.35	-4.04
Gasolina bajo octanaje	5.42	4.22	4.25	3.50	3.20	-1.02
Gasolina alto octanaje	8.47	6.38	6.45	5.94	3.04	-3.34
Electricidad	9.15	6.31	3.57	-2.62	-3.35	-9.66
Gas doméstico	18.27	17.73	17.10	15.39	14.60	-3.13
Concertados	5.13	3.19	2.70	2.67	2.78	-0.41
Educación	7.50	7.55	7.41	7.35	7.43	-0.12

Gráfica 3 Precios Internacionales y Futuros de Energéticos Seleccionados^{1/}

a) Gas Natural^{2/} y Gas LP^{3/}



b) Gasolina^{4/}



1/ Las cotizaciones de los futuros corresponden al 31 de marzo y 30 de junio de 2005.
 2/ Tetco, Tex. Dólares por MMBtu (escala derecha).
 3/ Mont Belvieu, Tex. Centavos de dólar (escala izquierda).
 4/ Texas, Centavos de dólar por galón.

II.1.1. Inflación Subyacente

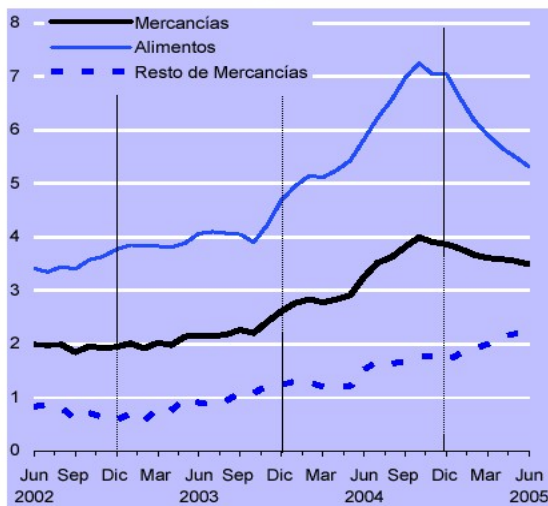
En junio de 2005 la inflación subyacente anual se situó en 3.38 por ciento, lo que implicó una reducción de 0.23 puntos porcentuales respecto a la cifra observada en marzo. Al interior del índice subyacente, la tasa de crecimiento anual tanto del subíndice de las mercancías, como la del que co-

responde a los servicios, bajó (Gráfica 4). En el primer caso, la disminución fue de 0.12 puntos, para alcanzar 3.49 por ciento en junio. En lo que concierne a la tasa de crecimiento anual del subíndice de precios subyacente de los servicios, en el mismo lapso, ésta se redujo 0.34 puntos, situándose en 3.27 por ciento al cierre del segundo trimestre del año.

Gráfica 4 Subíndice Subyacente de las Mercancías y de los Servicios

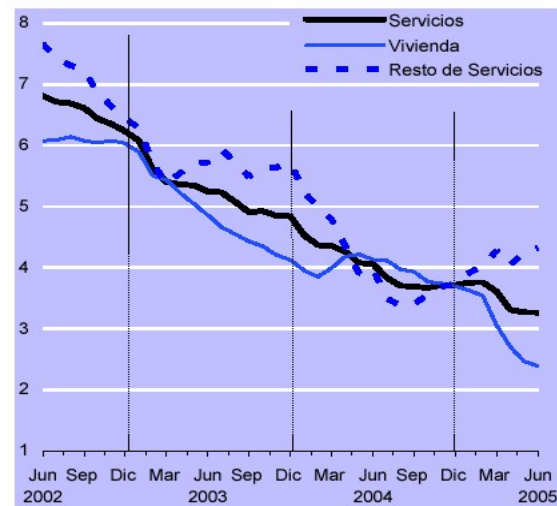
a) Mercancías

Variación anual en por ciento



b) Servicios

Variación anual en por ciento



Al interior del subíndice de precios subyacente de los servicios, el grupo en el que se produjo una baja en su tasa de crecimiento anual fue el de la vivienda. Dicha tasa alcanzó 2.39 por ciento en junio de 2005, mientras que en marzo había sido 3.06 por ciento. Ello obedeció principalmente a dos factores: primero, al menor ritmo de crecimiento de los precios de los materiales para la construcción -particularmente de los productos de alambre (varilla, alambre y alambón, y malla de acero), cemento y concreto premezclado- y, segundo, una mayor oferta de casas-habitación en prácticamente todas las localidades en donde se cotizan precios para el INPC con una creciente disponibilidad de acceso a financiamiento, lo que se ha constituido como una influencia para moderar los aumentos de las rentas.² Por otra parte, la tasa de variación anual del resto de los servicios pasó de 4.28 por ciento en marzo de 2005, a 4.32 por ciento en junio. En particular, los tipos de genéricos cuya incidencia sobre la inflación del trimestre aumentó en mayor grado fueron los relacionados con la alimentación, diversión y cuidado de la salud.

La disminución que mostró la tasa de variación anual del subíndice de precios subyacente de las mercancías fue producto del descenso de la tasa correspondiente del grupo de los alimentos procesados. Esta última se ubicó en 5.32 por ciento en junio de 2005, mientras que al cierre del trimestre previo había sido 5.90 por ciento. Sin embargo, la contribución a la reducción de la inflación general por parte de este grupo fue parcialmente contrarrestada por el alza que presentó la tasa de variación anual del resto de las mercancías. Ésta aumentó de 2.00 por ciento en marzo, a 2.20 por ciento en junio. Los genéricos de este último grupo que destacaron por el incremento en su aportación a la inflación del trimestre corresponden a una variedad de productos para consumo en el hogar.³

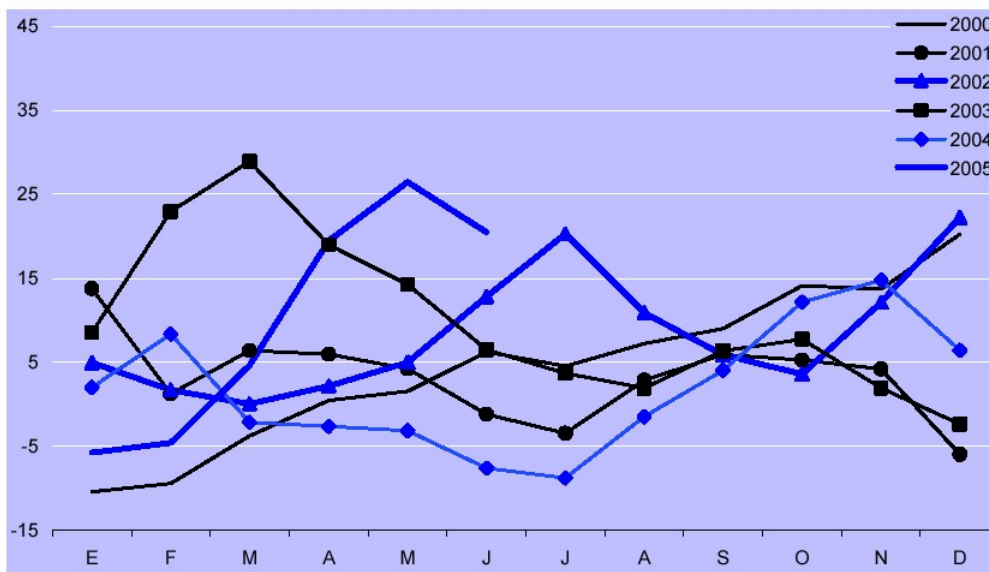
II.1.2. Inflación No Subyacente

En junio de 2005, la inflación no subyacente anual se ubicó en 6.41 por ciento, mientras que al cierre del trimestre previo ésta había sido de 6.04 por ciento. El incremento del indicador fue resultado principalmente de una elevación de la tasa de variación anual de los precios del subíndice de los productos agropecuarios. Cabe señalar que dicha alza resultó atenuada por la reducción que presentó la tasa de crecimiento anual de las cotizaciones del subíndice de precios de bienes y servicios administrados y concertados.

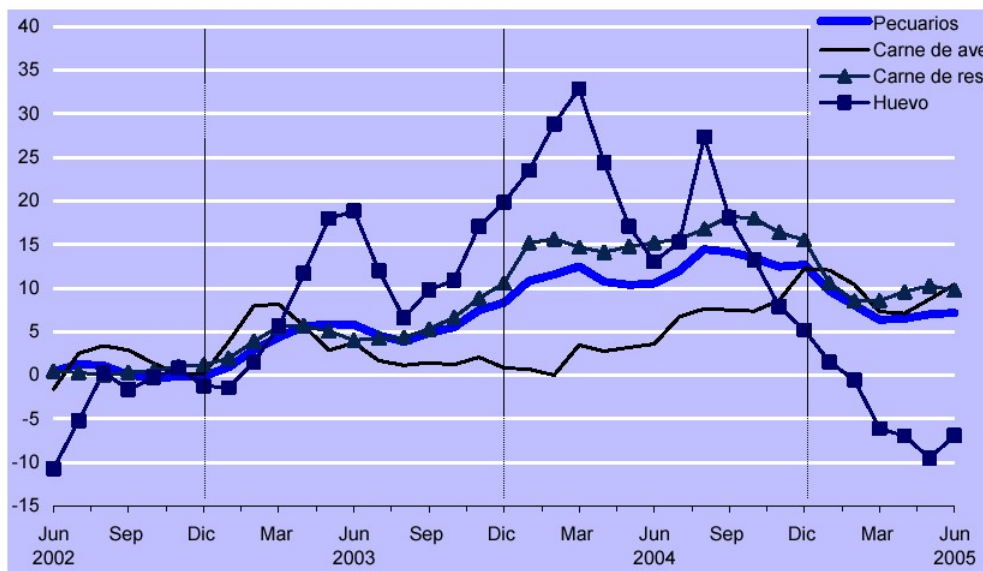
La inflación anual del subíndice de precios de los productos agropecuarios alcanzó 11.95 por ciento en junio de 2005, lo que contrasta con la cifra que se registró en marzo (5.73 por ciento). La mayor contribución a este aumento provino de los precios del grupo de las frutas y verduras, cuya tasa de variación anual pasó de 4.65 a 20.47 por ciento. Al respecto, cabe destacar que diversos problemas climáticos condujeron a un aumento en la variación anual de los precios del jitomate, que pasó de 24.61 por ciento en marzo, a 61.22 por ciento en junio. En el periodo señalado también presentaron incrementos las cotizaciones de otras frutas y verduras como el tomate verde, la cebolla, la papa, el melón, y una variedad de chiles. Ello condujo a que la variación anual registrada por el subíndice de las frutas y verduras fuera la más elevada para un mes de junio desde el año 2000 (Gráfica 5).

En lo que concierne a los productos pecuarios, la tasa de variación anual de su índice se incrementó de 6.39 a 7.16 por ciento en el periodo analizado. Ello se explica, en lo principal, por los aumentos en los precios de las carnes de pollo y de res. En el primer caso, las elevadas temperaturas tuvieron como consecuencia un mayor índice de mortandad en las aves lo que, en combinación con un brote de influenza aviar de baja patogenicidad en una región productora del norte del país, ocasionó una contracción en la oferta de dicho producto cárnico. Por lo que respecta a la carne de res, su cotización interna estuvo influida por las presiones alcistas que registraron los precios internacionales de ese alimento al inicio del año, debido parcialmente al repunte de la demanda por este producto en los Estados Unidos (Gráfica 2). En contraste, la oferta de huevo continuó incrementándose, lo que ubicó a la tasa de variación anual del citado genérico en un nivel de -6.92 por ciento, al cierre del segundo trimestre del año (Gráfica 6).

Gráfica 5 Subíndice de Frutas y Verduras
Variación anual en por ciento



Gráfica 6 Subíndice de Productos Pecuarios
Variación anual en por ciento



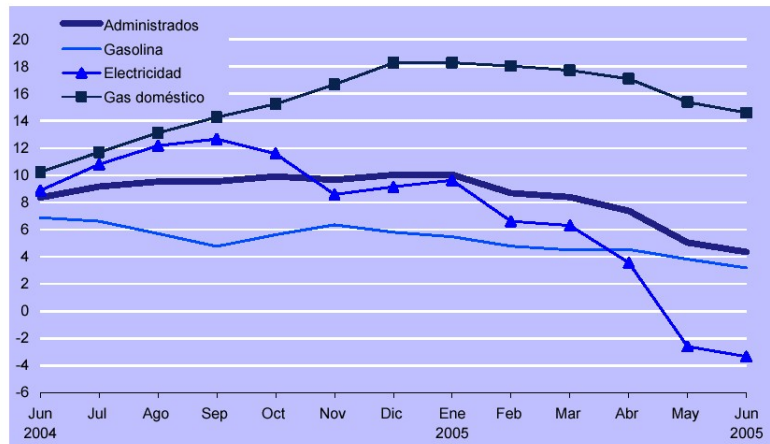
El subíndice de precios de los bienes y servicios administrados registró en junio de 2005 una variación anual de 4.35 por ciento. Ello corresponde a una reducción de 4.04 puntos porcentuales con respecto a la tasa que se observó en marzo. El genérico cuyos precios contribuyeron en mayor medida a esta baja fue el de la electricidad. Ello, en virtud del ajuste que registraron durante esos meses

las tarifas eléctricas de alto consumo (DAC), las cuales respondieron a los siguientes factores: primero, por la unificación que se presentó en febrero de este año a la tasa menor de los dos tramos de cobro que anteriormente se tenían y, segundo, por la disminución de algunos precios de referencia que se utilizan en su cálculo.⁴ También contribuyeron al menor crecimiento de los precios administrados

los siguientes elementos: i) al inicio del año se determinó un intervalo de variación mensual para los precios del gas LP de 0.75 a 1.75 por ciento. Dado que los precios de dicho energético aumentaron a un ritmo promedio mensual de alrededor de 0.75 por ciento durante el trimestre analizado, su variación acumulada en ese lapso resultó menor a la observada en igual periodo del año anterior;⁵ ii) la coti-

zación promedio del gas natural para uso en los hogares cerró, en el segundo trimestre de 2005, en un nivel inferior a la observada en marzo del mismo año; y, iii) los precios de la gasolina presentaron una menor variación trimestral con relación a la registrada en el mismo lapso del año anterior (Gráfica 7).

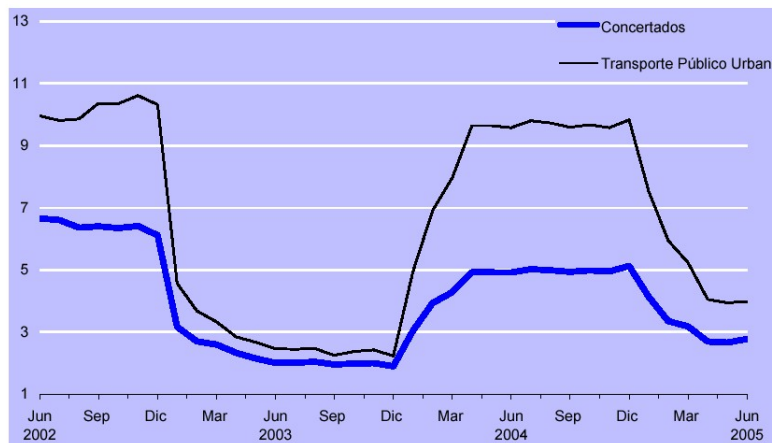
Gráfica 7 Subíndice de Precios de Bienes y Servicios Administrados
Variación anual en por ciento



Adicionalmente, la reducción que presentó la tasa de variación anual del subíndice de los precios concertados fue un factor que contribuyó a contener el alza de la inflación no subyacente anual durante el segundo trimestre de 2005. Así, la tasa referida pasó de 3.19 por ciento en marzo de

2005, a 2.78 por ciento en junio. Este resultado es atribuible, en lo principal, a los menores incrementos que se presentaron en los precios del transporte público urbano, así como al hecho de que éstos ocurrieron en ciudades con una menor ponderación en el INPC (Gráfica 8).

Gráfica 8 Subíndice de Precios Concertados
Variación anual en por ciento



II.1.3. Inflación Mensual

La inflación mensual resultó de 0.36, -0.25 y -0.10 por ciento, respectivamente, en abril, mayo y junio de 2005. Con excepción del dato de abril, los resultados de la inflación mensual durante el segundo trimestre quedaron por debajo de los pronósticos captados en la Encuesta de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recopiló el Banco de México en marzo. Por otro lado, en general, el comportamiento de la inflación mensual registra-

da en el segundo trimestre del año se compara favorablemente respecto a lo observado en igual periodo del año anterior. En particular, destaca lo siguiente: i) sólo en abril la inflación general mensual resultó mayor a la correspondiente el año previo. Ello se debió al importante incremento de la inflación no subyacente, particularmente en lo que se refiere al alza de los precios de las frutas y verduras; y, ii) en abril, mayo y junio la inflación subyacente mensual resultó inferior a la registrada en los mismos meses del año anterior.

Cuadro 2 Inflación Mensual Observada y Esperada
Por ciento

Mes	2004				2005			
	Observada		Esperada ^{1/}		Observada		Esperada ^{1/}	
	No Subyacente	Subyacente	INPC	INPC	No Subyacente	Subyacente	INPC	INPC
Abril	-0.29	0.36	0.15	0.23	0.67	0.21	0.36	0.23
Mayo	-1.32	0.25	-0.25	0.08	-1.22	0.21	-0.25	-0.06
Junio	-0.13	0.29	0.16	0.18	-0.84	0.26	-0.10	0.21

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

II.1.4. Índice Nacional de Precios Productor

Al cierre del segundo trimestre de 2005 la tasa de variación anual del Índice Nacional de Precios Productor (INPP) excluyendo petróleo alcanzó 3.67 por ciento. Esto implicó una reducción de 1.52 puntos porcentuales con respecto a la cifra que se observó en marzo de 2005. Los

rubros que incidieron en mayor medida en esta disminución fueron el de la construcción y el de los productos metálicos, maquinaria y equipo. Este comportamiento se relaciona en gran parte con el ajuste a la baja que han mostrado los precios del acero.

Cuadro 3 Índice Nacional de Precios Productor Excluyendo Petróleo
Mercancías y servicios finales, variación anual en por ciento

Concepto	Variación Anual			Incidencia Anual ^{1/}			Diferencia	
	Dic. 04	Mar. 05	Jun. 05	Dic. 04	Mar. 05	Jun. 05	(b)-(a)	(c)-(b)
				(a)	(b)	(c)		
INPP	6.52	5.19	3.67	6.52	5.19	3.67	-1.33	-1.52
Sector Económico Primario	8.58	7.99	12.75	0.31	0.29	0.44	-0.01	0.15
Agropecuaria, silvicultura y pesca	8.08	8.15	13.68	0.26	0.27	0.43	0.01	0.16
Minería	13.12	6.50	4.86	0.05	0.02	0.02	-0.02	-0.01
Sector Económico Secundario	7.78	5.12	1.82	3.23	2.15	0.77	-1.08	-1.38
Industria manufacturera	5.10	4.88	2.71	1.51	1.43	0.80	-0.08	-0.64
Alimentos, bebidas y tabaco	7.27	6.01	5.30	0.69	0.57	0.50	-0.12	-0.07
Textiles, prendas de vestir e industria del cuero	2.88	2.99	1.59	0.08	0.08	0.04	0.00	-0.04
Industria de la madera y sus productos	8.68	9.06	5.80	0.03	0.03	0.02	0.00	-0.01
Papel y sus productos, imprentas y editoriales	2.96	7.24	3.95	0.04	0.09	0.05	0.05	-0.04
Industrias químicas, de petróleo, caucho y plástico	8.98	9.67	7.73	0.37	0.39	0.32	0.02	-0.08
Productos de minerales no metálicos	1.59	1.97	0.59	0.02	0.02	0.01	0.00	-0.01
Industrias metálicas básicas	48.87	3.70	-4.32	0.14	0.01	-0.02	-0.12	-0.03
Productos metálicos, maquinaria y equipo	1.43	2.27	-1.28	0.14	0.22	-0.13	0.08	-0.35
Otras industrias manufactureras	2.68	3.36	0.59	0.01	0.02	0.00	0.00	-0.01
Construcción	14.49	5.68	-0.18	1.72	0.72	-0.02	-1.00	-0.74
Sector Económico Terciario	5.44	5.05	4.54	2.98	2.75	2.46	-0.23	-0.29
Electricidad y gas	11.32	7.30	-0.54	0.19	0.12	-0.01	-0.07	-0.13
Restaurantes y hoteles	5.22	5.25	4.56	0.34	0.34	0.30	0.00	-0.05
Transporte y comunicaciones	8.23	6.66	6.00	1.21	0.98	0.89	-0.23	-0.10
Alquiler de inmuebles	3.63	3.10	2.63	0.40	0.34	0.29	-0.06	-0.05
Servicios comunales, sociales y personales	4.03	4.70	4.87	0.84	0.96	1.00	0.12	0.03

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

II.2. Principales Determinantes de la Inflación

II.2.1. Entorno Externo

La economía mundial mostró una expansión sólida durante la primera mitad de 2005, si bien la información disponible sugiere un ritmo de crecimiento inferior al observado en 2004. En los Estados Unidos, el ritmo de actividad económica continuó disminuyendo hacia tasas más sostenibles. El crecimiento del PIB durante el periodo abril-junio parece haber sido menos dinámico de lo esperado inicialmente, pero los indicadores oportunos apuntan a un nuevo fortalecimiento hacia fines de dicho trimestre. En Japón, la actividad económica se fortaleció en la primera mitad del año, después de la contracción observada durante la mayor parte de 2004. En cuanto a la economía de la zona del euro, ésta continuó mostrando signos de debilidad. Por otro lado, a pesar de que los precios del petróleo alcanzaron nuevos máximos históricos, la inflación en los países industriales siguió ubicada dentro de rangos moderados. Ello contribuyó a mantener sus tasas de interés de largo plazo en niveles reducidos y, por ende, a propiciar condiciones favorables para el acceso de las economías emergentes a los mercados financieros internacionales.

II.2.1.1. Precio del Petróleo

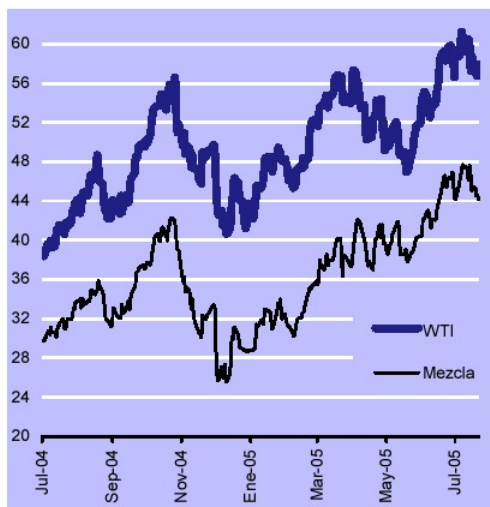
El crecimiento de la demanda mundial de crudo y productos destilados, la percepción de una limitada capacidad de

producción y refinación y el resurgimiento de algunos riesgos geopolíticos, impulsaron los precios del crudo a nuevos máximos históricos en el periodo abril-junio. Ello, a pesar de que la OPEP elevó sus niveles de producción en relación al primer trimestre del año (en 500 mil barriles diarios) y de que los inventarios de petróleo crudo en los países industriales continuaron aumentando en el segundo trimestre. Es importante destacar que durante este periodo las cotizaciones a futuro del crudo se incrementaron significativamente y que el diferencial entre el contrato para entrega en 24 meses y el precio spot, el cual suele ser negativo, se tornó positivo (Gráfica 9).

El precio del WTI promedió 53.10 dólares por barril en el periodo abril-junio, alcanzando un nuevo máximo de 59.80 dólares el 27 de junio. El precio promedio del periodo fue 3.18 dólares mayor al observado en el trimestre previo. Por su parte, la mezcla mexicana de exportación registró una cotización promedio de 41.16 dólares por barril, 6.53 dólares por encima de la cifra observada en el periodo enero-marzo.⁶

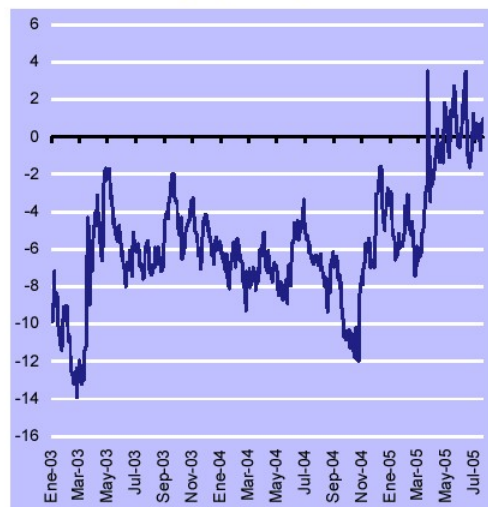
Gráfica 9 Precios del Petróleo
Dólares por barril

a) Precio spot



Fuente: Reuters.

b) Diferencial entre el precio a futuro del WTI a 24 meses y el precio spot



Fuente: Bloomberg.

II.2.1.2. Evolución de la Economía de los Estados Unidos

Durante el primer trimestre de 2005, el PIB creció 3.8 por ciento a tasa trimestral anualizada (3.7 por ciento a tasa anual), misma cifra que la registrada en el último trimestre de 2004, pero inferior a la observada en promedio durante ese año (4.4 por ciento). El consumo en ese país continuó mostrando un crecimiento vigoroso, al alcanzar un incremento trimestral anualizado de 3.6 por ciento. La expansión del consumo se sustentó tanto en el gradual fortalecimiento del mercado laboral, como en el incremento de la riqueza neta de las familias, derivado a su vez principalmente de los crecientes precios de los bienes inmuebles. En contraste, la inversión privada no residencial registró su crecimiento trimestral anualizado (4.1 por ciento) más bajo desde el segundo trimestre de 2003, cuando comenzó a expandirse durante la actual recuperación. Por otra parte, el deterioro adicional de las exportaciones netas se tradujo de nueva cuenta en una contribución negativa al crecimiento del PIB, si bien menor a la del trimestre previo. La acumulación de inventarios contribuyó de manera importante al crecimiento de la economía en el periodo enero-marzo. Sin embargo, parte de dicha acumulación parece no haber sido planeada, por lo que podría haber afectado adversamente la actividad económica en los meses subsecuentes.

La información disponible sugiere que el ritmo de crecimiento del PIB se desaceleró durante el segundo trimestre,

aunque diversos indicadores oportunos apuntan a un nuevo fortalecimiento de la actividad económica estadounidense hacia finales de este periodo. El consumo privado registró una tasa de crecimiento anualizada de 3.2 por ciento en el bimestre abril-mayo, inferior a la observada en el primer trimestre.⁷ El comportamiento de las ventas al menudeo en junio sugiere un repunte del consumo al cierre del trimestre. En lo que respecta a la inversión, las señales son mixtas: si bien el comportamiento de los pedidos y envíos de bienes de capital sugieren una desaceleración de la inversión en equipo y software, la sólida posición financiera de las empresas y el crecimiento de las utilidades corporativas siguió contribuyendo a la expansión del gasto en capital. De manera similar, mientras que el gasto en construcción privada residencial disminuyó en abril y mayo, los indicadores de ventas de casas e hipotecas para la compra de casas mantuvieron su vigor. En cuanto al sector externo, el déficit comercial se redujo durante el bimestre abril-mayo, por lo que podría contribuir al crecimiento del PIB en el segundo trimestre si se mantuviera esta tendencia en junio. Los analistas encuestados por Consensus Forecasts proyectaban a principios de julio un crecimiento del PIB a tasa trimestral anualizada de 3.2 por ciento en el segundo trimestre (Cuadro 4). Sin embargo, en virtud de la recuperación observada a fines de ese periodo, algunos analistas consideran que dicha cifra será ajustada al alza.

Cuadro 4 Crecimiento del PIB y de la Producción Industrial de los Estados Unidos durante 2005 y 2006

Variación anual y trimestral anualizada en por ciento

	PIB					
	Esperado al finalizar el primer trimestre			Información más reciente		
	II-2005 ^{1/}	2005 ^{2/}	2006 ^{2/}	II-2005 ^{1/}	2005 ^{2/}	2006 ^{2/}
Consensus Forecasts ^{3/}	3.6	3.7	3.4	3.2	3.6	3.2
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	3.6	3.7	3.4	3.2	3.6	3.3
	Producción Industrial					
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	4.1	4.0	3.9	2.2	3.4	3.5

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

2/ Variación anual en por ciento.

3/ Consensus Forecasts del 14 de marzo, del 13 junio y 11 de julio de 2005.

4/ Blue Chip Economic Indicators del 10 de marzo y del 10 de julio de 2005

⁷ Se refiere al incremento en abril-mayo frente a enero-febrero, anualizado.

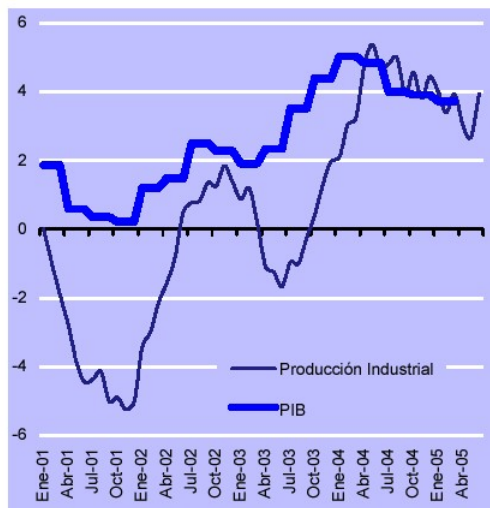
A pesar del repunte registrado en junio, la producción industrial estadounidense se ha desacelerado de manera importante desde mayo de 2004 (Gráfica 10), cuando alcanzó su tasa de crecimiento anual más elevada en la presente recuperación (5.4 por ciento). La disminución en el ritmo de crecimiento de la producción industrial ha sido más pronunciada que la del PIB. Aunque era de esperarse que el dinamismo de la producción industrial se redujera gradualmente, la desaceleración parece haberse acentuado como resultado del incremento de los precios del petróleo y del ajuste de los inventarios acumulados en el primer trimes-

tre. Adicionalmente, el sector industrial ha sido afectado por la recomposición de la producción manufacturera a escala mundial. Cabe destacar que si bien algunos componentes de la producción industrial -como el de alta tecnología- han mantenido tasas de crecimiento anuales elevadas, la desaceleración ha sido generalizada. Lo anterior ha dado lugar a un ajuste a la baja de los pronósticos de crecimiento de la producción industrial para 2005, de 5.2 por ciento en julio de 2004, a 3.4 por ciento en julio de este año.⁸

Gráfica 10 EUA: PIB, Producción Industrial y Precio del Petróleo

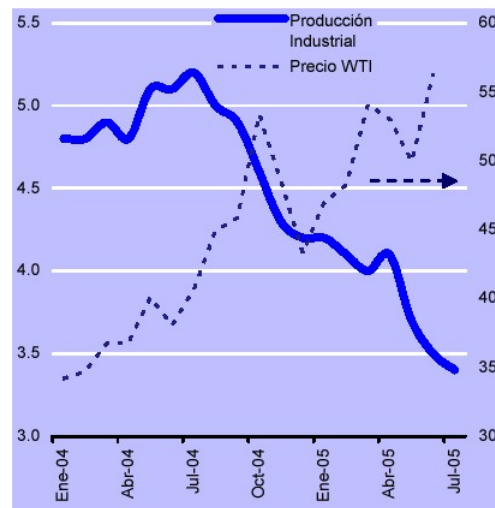
Variación anual en por ciento y dólares por barril

a) PIB y Producción Industrial



Fuente: BEA y Federal Reserve.

b) Expectativas de Crecimiento de la Producción Industrial y Precio del WTI



Fuente: Consensus Forecasts y Bloomberg.

El mercado laboral continuó recuperándose en el segundo trimestre, aunque con frecuentes altibajos en la creación de empleos. Durante este periodo se generaron 542 mil nuevas plazas, equivalentes a un promedio mensual de 181 mil puestos de trabajo, cifra superior a la observada desde el comienzo de la recuperación del empleo durante el actual ciclo (142 mil plazas mensualmente de mayo de 2003 a junio de 2005). No obstante, el empleo en el sector manufacturero se contrajo en el periodo abril-junio, manteniéndose por debajo del nivel previo a la recesión.⁹ El nivel de empleo en la industria manufacturera estadounidense al mes de junio es el más bajo desde agosto de 1950, lo cual refleja en buena medida la decreciente importancia del sector en el empleo total y el acentuamiento de este proceso en los últimos años (Recuadro 1).

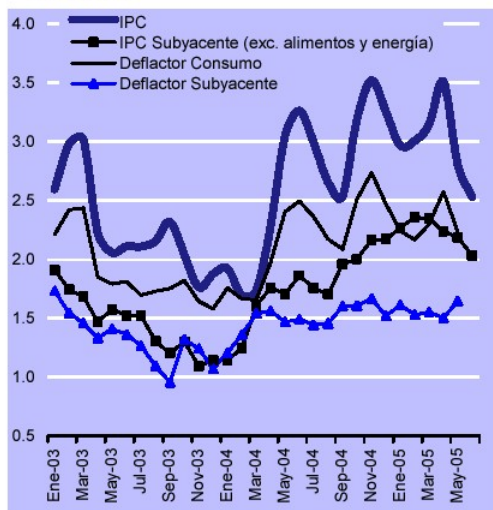
La inflación se mantuvo dentro de rangos moderados durante el segundo trimestre. A pesar del fuerte incremento de los precios del petróleo, la disminución de los márgenes de capacidad ociosa y el menor ritmo de crecimiento de la productividad, la tasa de crecimiento anual del índice de precios al consumidor se redujo, de 3.4 por ciento en diciembre de 2004, a 2.5 por ciento en junio de 2005. Por su parte, la inflación subyacente permaneció relativamente estable en ese lapso (Gráfica 11). Medida con base en el deflactor subyacente del gasto en consumo privado, la inflación en mayo (1.6 por ciento) se mantenía por debajo del intervalo de pronóstico de tendencia central del Banco de la Reserva Federal para finales de este año (1.75 a 2.0 por ciento).¹⁰ Además, las expectativas de inflación de largo plazo se mantuvieron ancladas en alrededor de 2.5 por ciento.

El Banco de la Reserva Federal elevó en sus reuniones de mayo y junio en un cuarto de punto porcentual su objetivo para la tasa de fondos federales, para ubicarlo en un nivel de 3.25 por ciento. En los comunicados de prensa respectivos, la Reserva Federal indicó que, a pesar de los aumentos en su tasa de interés objetivo, la política monetaria sigue siendo acomodaticia y anunció su intención de continuar retirando el estímulo monetario de una manera gradual. En su informe semestral de política monetaria de julio, ratificó su apreciación de que la política monetaria

sigue siendo expansionista y de que la economía continuará creciendo a un ritmo razonable en un entorno de baja inflación. Actualmente, los contratos de los mercados de futuros sugieren que el escenario más probable es que la tasa de fondos federales se ubique en 4 por ciento a finales de 2005. Esto implicaría una pausa en los incrementos en la tasa de fondos federales en alguna de las cuatro reuniones del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto programadas para el resto del año.

Gráfica 11 EUA: Índices de Precios y Expectativas de Inflación
Variación anual en por ciento y por ciento

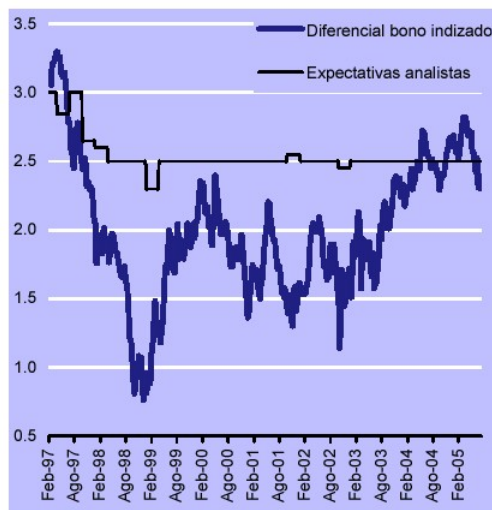
a) Precios al Consumidor y Deflactor del Consumo



Fuente: BLS y BEA.

Nota: El diferencial se refiere a la resta del rendimiento del bono nominal del Tesoro a 10 años y el bono indexado a 10 años. Las expectativas de analistas provienen de los pronósticos de inflación de largo plazo de Survey of Professional Forecasters, Philadelphia Fed.

b) Expectativas de Inflación a Largo Plazo



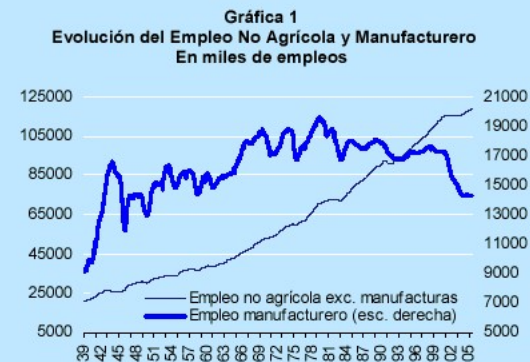
Fuente: Federal Reserve, Philadelphia y St. Louis Fed.

El retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal se reflejó en un incremento de las tasas de interés de corto plazo. Así, el rendimiento de las letras del Tesoro a tres meses aumentó 35 puntos base en el trimestre. Por su parte, las tasas de largo plazo cayeron 56 puntos base a lo largo del periodo abril- junio. El continuo descenso de las tasas de interés de largo plazo, en un contexto de mayores tasas de corto plazo, ha sido considerado como una aparente anomalía por el presidente de la Reserva Federal. Co-

mo resultado de las tendencias antes descritas, la curva de rendimiento se ha aplanado considerablemente. El diferencial entre la tasa del bono del Tesoro a 10 años y la tasa a 3 meses promedió 124 puntos en el segundo trimestre. Por su parte, los diferenciales de los bonos corporativos sobre los del Tesoro se han mantenido en niveles bajos, a pesar del repunte registrado a finales del primer trimestre (Gráfica 12).

Recuadro 1
El Empleo Manufacturero en Estados Unidos y en México

El empleo en la industria manufacturera de los Estados Unidos sufrió un deterioro notable durante la última recesión y, a diferencia de otros indicadores, continuaba contrayéndose hasta junio de 2005, cuando llegó a niveles comparables a los de agosto de 1950 (Gráfica 1).



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

Es probable que las causas de este desfavorable desempeño sean de naturaleza tanto cíclica como estructural. En primer lugar, el ritmo de recuperación del empleo ha sido en general inusualmente lento. Efectivamente, mientras que el PIB reinició su expansión en el cuarto trimestre de 2001, el empleo no manufacturero permaneció estancado y rebasó el nivel que tenía al inicio de la recesión apenas en septiembre de 2003, un resultado muy desfavorable en relación a lo observado en ciclos anteriores. Sin embargo, el comportamiento del empleo manufacturero (el cual representa un 11 por ciento del empleo total) fue aún más decepcionante.

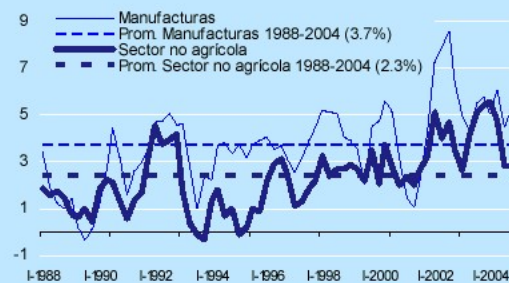
Un segundo factor es el mal desempeño de la industria manufacturera en relación al resto de la actividad económica. La producción manufacturera de Estados Unidos tuvo una contracción más temprana, severa y prolongada que la experimentada por el PIB. La caída en la manufactura desde su máximo previo hasta su mínimo fue de 6.7 por ciento, en tanto que la del PIB fue de 0.2 por ciento. Adicionalmente, el nivel de uso de la capacidad instalada en el sector permanece por debajo de su promedio histórico.

Además de las causas anteriores, el empleo manufacturero parece haber sido afectado por otros factores. Se ha señalado entre éstos a la mayor tasa de crecimiento de la productividad en este sector con relación al resto de la economía, característica que se ha acentuado en años recientes (Gráfica 2). Asimismo, es probable que el empleo en la industria manufacturera haya sido afectado durante las últimas décadas por una tendencia (que de hecho se observa de manera generalizada) a desplazar los procesos intensivos en mano de obra hacia países con menores costos laborales, conforme el cambio tecnológico ha fomentado un ascenso en la cadena de valor mediante una especialización en procesos más intensivos en el uso de capital o de trabajo calificado. Otro factor que puede haber afectado al empleo manufacturero es la tendencia de las empresas a reemplazar puestos de trabajo en el sector manufacturero por los servicios ofrecidos por empresas de otros ramos (*outsourcing*).

Estos factores estructurales se han reflejado en una fuerte caída de la participación del sector tanto en el empleo total como en

el PIB nominal, a pesar de que la participación en el PIB real ha aumentado ligeramente (Gráfica 3).

Gráfica 2
Productividad en el Sector Manufacturero y en el Sector No Agrícola
Variación anual en por ciento



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

Gráfica 3
Participación del Empleo y la Producción Manufacturera en el Empleo Total y en el PIB
En por ciento



Fuente: BLS, BEA-NIPA y Federal Reserve.

Nota: Para el cálculo de la participación en el PIB real, se utilizan las series de BEA que cubren el periodo 1977-2004, en tanto que para el periodo 1947-1976 el cálculo utiliza al índice de producción industrial de la Reserva Federal.

El comportamiento divergente de la participación en el PIB de la producción manufacturera expresada en términos nominales y reales obedece a que los precios relativos de las manufacturas han mostrado una tendencia de largo plazo negativa (Gráfica 4). En efecto, el rápido aumento de la productividad del sector y la fuerte competencia a nivel global han propiciado un aumento más pausado de los precios de las manufacturas que los de otro tipo de bienes. De esta forma, a pesar de que el volumen de la producción manufacturera se ha expandido a un ritmo similar al del PIB, su valor nominal ha perdido participación en la producción total.

El elevado crecimiento de la productividad del sector manufacturero estadounidense y la fuerte competencia a nivel global han incidido en forma diversa sobre el empleo en distintos sectores. Así, sectores intensivos en mano de obra (como el de textiles) han experimentado caídas tanto del empleo como de la producción, en tanto que en otros (como el de computadoras y electrónicos) la producción registra altas tasas de expansión basadas en aumentos de la productividad (Cuadro 1).



Fuente: BLS, BEA y Federal Reserve.

Cuadro 1
Empleo y Producción por Sectores
Cambio en miles de empleos y variación en por ciento

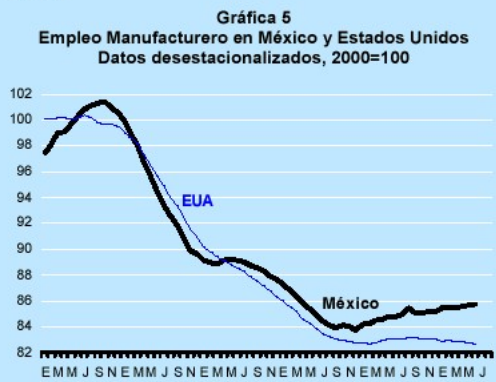
De mayo 2003 a junio 2005	Empleo		Producción	
	Pond.	Var. en	Pond.	Var. en
	(%)	%	(%)	%
Total 1/		2.9	3710.0	7.9
Manufacturas	100.0	-2.0	-285.0	100.0
Textiles	1.6	-15.6	-41.4	0.6
Productos químicos	6.2	-3.5	-32.0	6.0
Alimentos	10.4	-1.8	-27.8	10.7
Material de impresión	4.6	-3.9	-26.7	2.6
Computadoras y electrónicos	9.4	-1.9	-25.6	9.7
Plásticos	5.6	-2.1	-17.5	4.2
Equipo de transporte	12.4	-0.8	-14.3	13.4
Maquinaria	8.1	0.2	2.3	6.9
Productos metálicos	10.7	2.7	39.6	6.7

1/ El total para el empleo se refiere al empleo no agrícola. Para la producción se considera la variación del PIB real de 2003-II a 2005-I.

Fuente: BEA, BLS y Federal Reserve.

Nota: Mayo de 2003 es el mes en el cual la cifra de empleos en nomina no agrícola alcanzó su mínimo en el actual ciclo económico.

Por su parte, el empleo en la industria manufacturera en México también se ha contraído en los últimos años. De hecho, su recuperación reciente como reflejo de la mayor producción del sector, ha sido insuficiente para compensar su descenso previo (Gráficas 5 y 6). En efecto, tanto los resultados de las encuestas del INEGI como la estadística del IMSS, muestran una severa contracción del empleo manufacturero con relación a los niveles que había alcanzado en 2000.



Fuente: Bureau of Labor Statistics para Estados Unidos e IMSS para México.

Esa caída del empleo manufacturero en el país y la insuficiente reactivación de la producción del sector, responden en parte a

que las exportaciones de esos productos no han mostrado una recuperación vigorosa. Al respecto, cabe señalar que los productos mexicanos han estado perdiendo participación en los mercados externos, particularmente, en el de Estados Unidos. En este contexto, la producción en el país de una diversidad de bienes manufacturados de exportación podría estar siendo afectada por dos choques: la migración de algunos procesos de producción que antes se efectuaban en México, al reubicarse en economías más competitivas y con menores costos de producción. Ello posiblemente esté afectando a actividades muy intensivas en mano de obra. Por otra parte, también podría estar ocurriendo que otros procesos de producción para exportación muy integrados a las cadenas de producción en Estados Unidos, estén siendo impactados por la migración de dicha cadena a otros países.



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

La información sobre el número de trabajadores en el IMSS muestra una fuerte caída del empleo formal en el sector manufacturero. Dicho número de trabajadores mostró al cierre de junio de 2005 una disminución de 725,164 personas con relación al nivel máximo que había alcanzado en octubre de 2000. Tal cifra reflejó una reducción de los trabajadores permanentes (de 824,060 personas) y un aumento de los eventuales urbanos (de 98,896 personas). En la industria manufacturera, destacan las caídas severas registradas por el empleo formal en las siguientes divisiones: textil y prendas de vestir (de 297,643 trabajadores); productos metálicos, maquinaria y equipo (294,475 personas); alimentos, bebidas y tabaco (57,711 personas); y, química, caucho y plásticos (42,850 trabajadores).

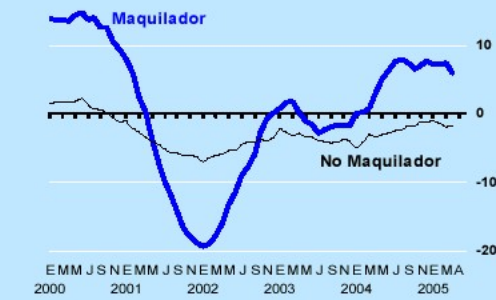


Un sector manufacturero que ha registrado una fuerte contracción del empleo es el maquilador (Gráfica 8). Ello, a pesar de que recientemente el empleo en dicho sector ha

mostrado un aumento significativo, al crecer 5 por ciento a tasa anual en 2004 y 6.9 por ciento en el lapso enero-abril de 2005. Al interior de esa actividad ha habido, tanto, una recomposición de la producción hacia industrias menos intensivas en mano de obra, como alzas significativas de la productividad en varias de sus industrias. Así, este sector ya superó los niveles de exportación que había alcanzado en 2000 y lo ha logrado con un menor número de trabajadores. En efecto, esta actividad contó en abril de este año con una planta laboral de 1,164,050 trabajadores, cifra menor en 183,753 personas (13.6 por ciento más baja) al nivel máximo alcanzado en octubre de 2000 de 1,347,803 trabajadores.

Por último, hay que reconocer que la rentabilidad de los proyectos de inversión en diversos sectores manufactureros del país y los avances de su productividad, se han visto negativamente afectados por el retraso en la adopción de las medidas todavía pendientes de modernización y de cambio estructural.

Gráfica 8
Empleo en el Sector Manufacturero en México
Variaciones porcentuales anuales, series desestacionalizadas

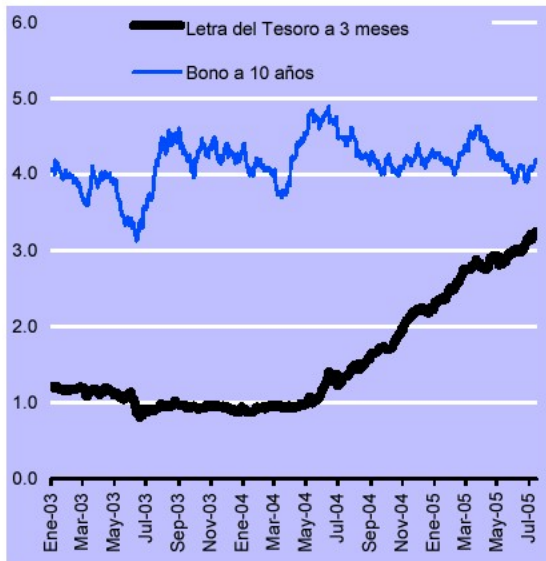


Fuente INEGI.

Gráfica 12 **EUA: Tasas de Interés**

En por ciento

a) Bono del Tesoro a 10 años y Letra del Tesoro a 3 meses



Fuente: Federal Reserve.

b) Diferenciales de Bonos Corporativos respecto al Bono del Tesoro a 10 años



Fuente: Federal Reserve.

El dólar estadounidense se fortaleció durante el periodo abril-junio a pesar del elevado déficit en cuenta corriente. De finales del primer trimestre al cierre del segundo, el dólar se apreció 7.2 por ciento contra el euro, 3.4 por ciento frente al yen, 1.3 por ciento en relación al dólar canadiense y 5.5 por ciento con respecto a la libra esterlina. Por su parte, el índice de tipo de cambio efectivo nominal del dólar frente a las principales monedas se apreció 4.5 por ciento.¹¹ Entre las causas del fortalecimiento de la divisa estadounidense se encuentran las mejores perspectivas de crecimiento económico en relación con otros países industrializados y el diferencial de tasas de interés de corto plazo favorable a Estados Unidos con respecto a las monedas antes mencionadas. No obstante, el tipo de cambio efectivo nominal del dólar frente a las principales monedas registraba al cierre de junio una depreciación de 24.3 por ciento respecto a su nivel de febrero de 2002.¹²

Los mercados bursátiles mostraron una caída en el primer semestre del año. En ello parece haber influido el alza en los precios del petróleo. El índice Dow Jones retrocedió 2.2 por ciento durante el segundo trimestre, terminando junio con una contracción de 4.7 por ciento con respecto a su nivel de finales del año pasado. Por su parte, el índice NASDAQ aumentó 2.9 por ciento en el periodo abril-junio, lo cual no compensó la fuerte caída de 8.1 por ciento acumulada de enero a marzo.¹³

A pesar del ajuste a la baja en las expectativas de crecimiento de la producción industrial y la inversión, los pronósticos de crecimiento del PIB para 2005 se han mantenido relativamente estables desde el año pasado. Las estimaciones más recientes de los analistas del sector privado ubican la expansión de la economía estadounidense en 3.6 y 3.2 por ciento en 2005 y 2006, respectivamente. Estas cifras son similares al crecimiento anual promedio registrado en el periodo 1995-2004 (3.3 por ciento). Por otra parte, se espera que la inflación al consumidor descienda de un promedio de 3.0 por ciento en 2005, a 2.5 por ciento en 2006. Los pronósticos de julio de la Reserva Federal son similares a los de los analistas privados.¹⁴

En general, los analistas consideran que el crecimiento de la economía estadounidense se reducirá de manera gradual hacia tasas similares a las del producto potencial, en el marco de una inflación moderada. Sin embargo, este escenario enfrenta diversos riesgos. Uno de los más importantes se deriva del peligro de una corrección abrupta del elevado déficit en cuenta corriente (6.4 por ciento del PIB durante el primer trimestre de 2005). Aunque se espera que

dicho déficit se estabilice como porcentaje del PIB durante este año y el siguiente, las posibilidades de un deterioro mayor al esperado se han incrementado desde marzo ante el fortalecimiento del dólar frente a las principales monedas. Si bien una posible disminución del déficit fiscal contribuiría a aliviar estos temores, existe incertidumbre sobre la evolución de las finanzas públicas en los próximos años. Adicionalmente, la economía estadounidense también se puede ver afectada por mayores incrementos en las cotizaciones internacionales del petróleo y por la posibilidad de un ajuste brusco en los precios de los bienes inmuebles (los cuales han servido de soporte al gasto en consumo durante los últimos años).

II.2.1.3. Evolución de la Economía del Resto del Mundo

El PIB de la zona del euro se expandió 2.0 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el primer trimestre de 2005, después de haber registrado un incremento de 0.8 por ciento en el trimestre previo. Cabe destacar que la demanda interna continuó estancada y el crecimiento del PIB se basó exclusivamente en el aumento del superávit comercial, propiciado a su vez por la contracción de las importaciones. Adicionalmente, el desempeño entre las distintas economías continuó siendo dispar. Así por ejemplo, en tanto que la economía de Alemania repuntó significativamente, la de Italia se contrajo por segundo trimestre consecutivo. Los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica se mantuvo débil en el periodo abril-junio (Cuadro 5). En particular, la producción industrial se contrajo nuevamente en mayo, persiste la fragilidad de la confianza de consumidores y empresas, y las ventas al menudeo se estancaron en el bimestre abril-mayo. Dado el comportamiento de los precios (la inflación anual fue de 2.1 por ciento en junio) y la debilidad de la demanda interna, los analistas consideran que el Banco Central Europeo no aumentará las tasas de interés en lo que resta de este año.

En Japón, el crecimiento del PIB durante el primer trimestre de 2005 registró una cifra de 4.9 por ciento a tasa trimestral anualizada. Tal evolución estuvo determinada en buena medida por factores transitorios que aumentaron el ingreso disponible y estimularon el consumo. Si bien persiste cierta incertidumbre sobre la solidez de la recuperación, la información más reciente apunta a un crecimiento moderado de la actividad económica en los próximos trimestres. La recuperación del mercado laboral ha estimulado el consumo. El empleo ha ido en aumento (en particular, el de tiempo completo, después de 7 años de

contracción) y los salarios contractuales han comenzado a incrementarse en meses recientes. Además, las ganancias corporativas han aumentado y, como lo muestra la última encuesta empresarial del Banco de Japón (TANKAN), la confianza de los empresarios se ha fortalecido.

En las economías emergentes de Asia, la desaceleración de la actividad económica que inició a finales de 2004 continuó en el primer trimestre de 2005. Como resultado, los pronósticos de crecimiento para este año (excluyendo a China) se han revisado a la baja, aunque se espera que la región continúe registrando tasas de crecimiento superiores a las del resto del mundo. Cabe señalar que el comportamiento de las economías de la región es dispar. En particular, el crecimiento del PIB en China durante el segundo trimestre mantuvo su fortaleza, al registrar una expansión de 9.5 por ciento a tasa anual. A pesar de las medidas instrumentadas para desacelerar la economía, el riesgo de un sobrecalentamiento no ha desaparecido. Si bien la inflación al consumidor disminuyó de 5.2 por ciento a tasa anual en septiembre de 2004 a 1.6 por ciento en junio de este año, no se descarta un nuevo repunte inflacionario debido principalmente a crecientes presiones de precios para la industria. Cabe mencionar que, a finales de julio, las autoridades chinas eliminaron el régimen de tipo de cambio fijo y adoptaron un sistema de flotación controlada respecto a una canasta de divisas.¹⁵ Las autoridades de Malasia también anunciaron en esa misma fecha la adopción de un régimen de flotación controlada para su moneda, el ringgit.

La persistencia de bajas tasas de interés de largo plazo en los países industrializados y los altos niveles de competen-

cia en los mercados de fondos de inversión, estimularon a los inversionistas a buscar rendimientos más atractivos en los mercados internacionales durante el segundo trimestre. Como resultado de lo anterior, y de la mejoría en las condiciones económicas fundamentales en diversas economías emergentes, el acceso de estos países a los mercados financieros internacionales mantuvo condiciones favorables en ese lapso. Así, los márgenes para la deuda soberana de los países emergentes -después de registrar un repunte que situó al EMBI+ compuesto (excluyendo a Argentina) en 345 puntos base a mediados de abril-se ubicaron en 297 puntos base al cierre de junio.¹⁶ Las economías emergentes siguieron aprovechando estas condiciones propicias para cubrir sus requerimientos de financiamiento externo soberano para 2005, y algunos países han comenzado a prefinanciar sus necesidades de recursos para 2006. Si bien las perspectivas para el acceso de las economías emergentes a los mercados financieros internacionales para el resto del año son favorables, el panorama no está exento de riesgos.

Cuadro 5 **Crecimiento del PIB en otros Países Industriales**
Variación anual y trimestral anualizada en por ciento

	Pronósticos al finalizar el primer trimestre			Información más reciente		
				Estimado	Pronóstico	
	II-2005 ^{1/}	2005 ^{2/}	2006 ^{2/}	II-2005 ^{1/}	2005 ^{2/}	2006 ^{2/}
Canadá	4.4	2.6	3.0	2.0	2.7	2.9
Eurozona	2.0	1.6	2.0	0.8	1.3	1.7
Japón	0.8	0.9	1.7	0.0	1.5	1.5
Reino Unido	2.4	2.6	2.4	1.5 ^{3/}	2.1	2.3

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

2/ Variación anual en por ciento.

3/ Observado.

Fuente: Consensus Forecasts del 14 de marzo, 13 de junio y 11 de julio de 2005. La variación trimestral anualizada se calcula a partir del pronóstico de variación trimestral que se reporta.

La actividad económica en América Latina se desaceleró durante los primeros meses de 2005 con respecto a las elevadas tasas de crecimiento registradas el año anterior. En Argentina, el PIB creció a una tasa anual de 8.0 por ciento en el primer trimestre, después de haber registrado una expansión de 9.3 por ciento en el último trimestre del año anterior. Al mismo tiempo, la tasa anual de inflación aumentó de 6.1 por ciento a fines de 2004, a 9.0 por ciento en junio de este año. En Brasil, el PIB creció 2.9 por ciento a tasa anual en el primer trimestre, cifra por debajo de la de 4.7 por ciento observada en el cuarto trimestre de 2004. Asimismo, el crecimiento de su producción industrial en mayo se ubicó sustancialmente por debajo de las tasas observadas a mediados del año anterior. La tasa de inflación se situó en junio en su nivel más bajo en siete meses (7.3 por ciento), pero todavía por encima de la meta fijada por el banco central para el cierre del año. El crecimiento del PIB en Chile descendió de 7.3 por ciento en el último trimestre de 2004, a 5.8 por ciento en los primeros tres meses de este año, si bien la producción industrial repuntó a principios del segundo trimestre. Por su parte, la tasa de inflación anual (2.7 por ciento en junio) se mantuvo dentro del rango objetivo oficial (3 +/-1 por ciento), aunque con cierta tendencia al alza.

II.2.2. Salarios, Productividad y Empleo

Con base en la información disponible al segundo trimestre de 2005, la evolución de los salarios y del costo unitario de la mano de obra se caracterizó por los siguientes resultados:

a) Los salarios contractuales registraron en el segundo trimestre un incremento promedio de 4.4 por ciento. Dicho

aumento fue 0.1 puntos porcentuales menor al observado el trimestre previo y al registrado en el mismo trimestre del año anterior.

b) En el periodo enero-abril de 2005, el costo unitario de la mano de obra (CUMO) en las industrias maquiladora y manufacturera no maquiladora, así como en el sector comercio al menudeo, registró variaciones anuales negativas.

II.2.2.1. Salarios Contractuales

En el lapso abril-junio de 2005, los salarios contractuales negociados por los trabajadores en empresas de jurisdicción federal registraron un incremento nominal promedio de 4.4 por ciento, cifra menor en 0.1 puntos porcentuales a la observada tanto el trimestre previo, como en el mismo trimestre del año anterior. En el semestre enero-junio de 2005, los salarios contractuales tuvieron el mismo incremento que el observado durante el primer semestre del año anterior (4.5 por ciento en promedio).

Por otra parte, durante el periodo objeto de este Informe, los aumentos a los salarios contractuales tuvieron una evolución diferenciada de acuerdo con el tipo de propietario de las empresas. Así, las revisiones salariales efectuadas en empresas privadas mostraron un incremento promedio de 4.6 por ciento, aumento 0.6 puntos porcentuales mayor que el obtenido por los empleados de las empresas públicas en el periodo señalado (Cuadro 6). En el periodo referido, el 78 por ciento de los trabajadores que efectuaron su revisión salarial laboraron en empresas de propiedad privada, mientras que únicamente el 22 por ciento fueron empleados de empresas públicas.

Cuadro 6 Incremento Promedio al Salario Contractual^{1/} y Trabajadores Beneficiados según Tipo de Empresa

Cifras en por ciento

	2004						2005					
	T I	T II	Ene-Jun	T III	T IV	Ene-Dic	T I	Abr	May	Jun	T II	Ene-Jun
Incremento Promedio al Salario Contractual (por ciento)^{1/}												
Total	4.5	4.5	4.5	4.3	3.4	4.1	4.5	4.4	4.5	4.5	4.4	4.5
Empresas Públicas	3.9	3.9	3.9	4.0	3.1	3.5	3.6	4.0	4.5	3.3	4.0	3.8
Empresas Privadas	4.6	4.6	4.6	4.7	4.3	4.6	4.7	4.6	4.5	4.6	4.6	4.6
Trabajadores Beneficiados (participación porcentual)												
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Empresas Públicas	20	21	21	48	72	42	19	33	1	3	22	20
Empresas Privadas	80	79	79	52	28	58	81	67	99	97	78	80

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

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

II.2.2.2. Remuneraciones y Productividad

En el periodo comprendido entre enero y abril de 2005, el costo unitario de la mano de obra (CUMO) en las industrias maquiladora y manufacturera no maquiladora, así como en

el sector comercio al menudeo, registró variaciones anuales negativas. En general, estas caídas fueron menores que las observadas en el mismo periodo de 2004. Ello refleja, principalmente, la desaceleración que ha venido registrando la productividad laboral media.

Cuadro 7 Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO por Sector de Actividad Económica

Cifras originales, 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
2004									
Ene-Abr	6.7	1.6	-4.8	2.3	1.9	-0.4	9.5	1.3	-7.4
Ene-Dic	6.3	0.1	-5.8	2.1	-0.2	-2.2	7.0	2.7	-4.0
2005									
Ene-Abr	2.6	-0.7	-3.0	-1.4	-1.9	-0.4	4.9	1.7	-3.0

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

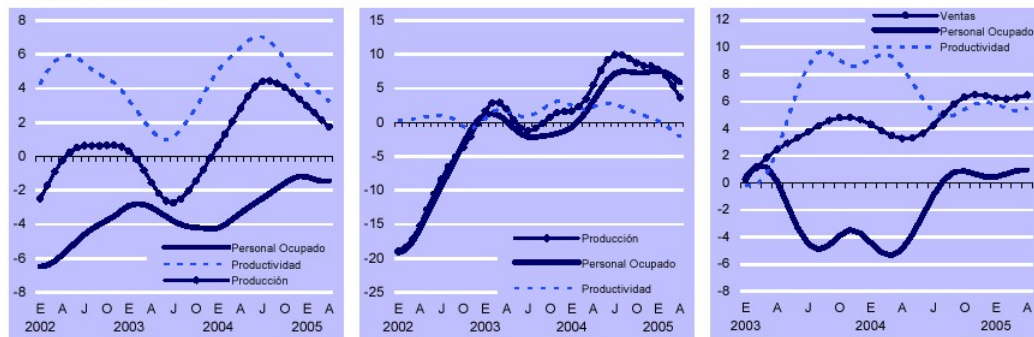
En el caso de la industria manufacturera no maquiladora, durante el periodo enero-abril de 2005 el CUMO presentó una variación a tasa anual de -3.0 por ciento (Cuadro 7). Dicho resultado es atribuible a la caída que experimentaron las remuneraciones medias reales (-0.7 por ciento en el lapso referido) y al crecimiento de la productividad laboral (2.6 por ciento). Sin embargo, este último aumento fue menor en 4.1 puntos porcentuales al observado en igual periodo de 2004. Lo anterior obedeció, parcialmente, a la desaceleración que presentó en el periodo la producción del sector (Gráfica 13 y Gráfica 14).

En la industria maquiladora de exportación, el CUMO registró una caída promedio de 0.4 por ciento durante el periodo enero-abril de 2005 (Cuadro 7). Dicho resultado es atribuible a que la disminución observada en las remuneraciones medias en términos reales (-1.9 por ciento en promedio) más que compensó la contracción en la productividad laboral de la industria (-1.4 por ciento). Al respecto, es pertinente comentar que la evolución decreciente de este último indicador se debe a una importante recuperación del empleo, cuyo dinamismo superó al observado por la producción (Gráfica 13 y Gráfica 14).

Gráfica 13 Producción, Personal Ocupado y Productividad Laboral

Tendencia, variación anual en por ciento

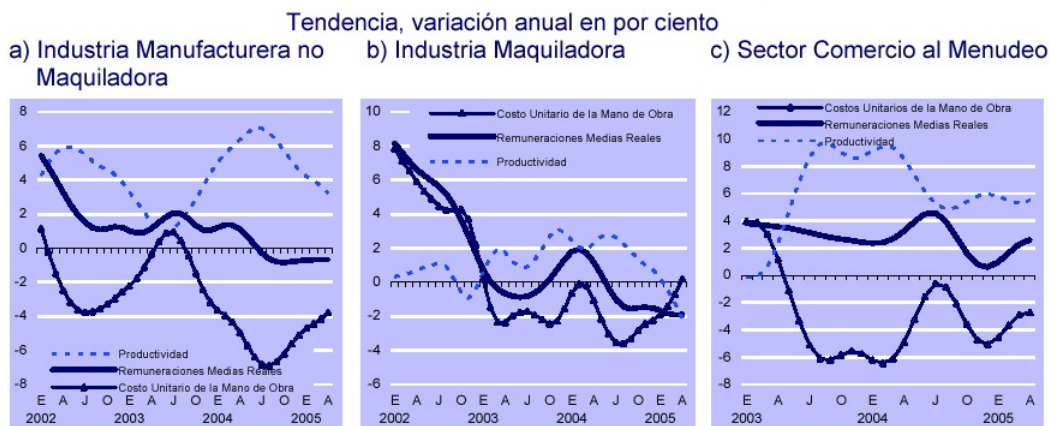
- a) Industria Manufacturera no Maquiladora
- b) Industria Maquiladora
- c) Sector Comercio al Menudeo



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

Gráfica 14

Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO



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

En el sector comercio al menudeo, el costo unitario de la mano de obra registró una variación anual promedio de -3.0 por ciento durante los primeros cuatro meses de 2005. Dicha caída resultó menor a la observada durante el mismo periodo de 2004 (-7.4 por ciento). La evolución del CUMO en el periodo enero-abril de 2005 se explica por el crecimiento de las remuneraciones medias reales (1.7 por ciento anual promedio), que resultó menor que el observado por la productividad por persona ocupada (4.9 por ciento en promedio).¹⁷ Sin embargo, al comparar la evolución de este último indicador con respecto al mismo periodo del año anterior, la productividad laboral presentó una desaceleración en su tendencia. Ello se debe, en lo principal, a la recuperación del empleo en el sector, particularmente en lo que se refiere a supermercados, tiendas departamentales y de autoservicio.

II.2.2.3. Empleo

La expansión de la actividad económica en el primer semestre de 2005 contribuyó a que se incrementara la demanda de trabajo. Ello se reflejó en una mejoría de algunos indicadores de empleo, aunque hubo otros que mostraron signos de debilidad. En general, los aspectos más destacables del comportamiento del mercado laboral durante el segundo trimestre del año, fueron los siguientes: a) un fortalecimiento del empleo formal, caracterizado por cifras anuales crecientes a lo largo del trimestre; b) el aumento de las nuevas plazas de trabajo fue mayor en el caso de los trabajadores eventuales que de los permanentes, y más intenso en las empresas de mayor tamaño; c) la creación de empleos formales abarcó a las distintas regiones del país, pero

resultó más vigorosa en la zona Norte. En contraste, la creación de empleo formal en la zona Centro mostró menor fortaleza en su comparación anual y se concentró en ocupaciones eventuales; d) el incremento en el número de trabajadores asegurados en el IMSS comprendió a la mayoría de los sectores de actividad, pero la mejoría fue más acentuada en las actividades de comercio y servicios; e) la ocupación en la industria maquiladora continuó recuperándose, pese a que al cierre de abril, ésta resultó todavía significativamente menor a los niveles máximos que había alcanzado en el cuarto trimestre de 2000; f) la ocupación en el sector manufacturero no maquilador registró un nuevo descenso medido a tasa anual; y, g) en el segundo trimestre se redujo la tasa de desempleo abierto a nivel nacional con relación al nivel promedio que había alcanzado en el primer trimestre del año.

Al cierre de junio de 2005, el número de trabajadores asegurados en el IMSS se ubicó en 12,799,783 personas, cifra superior en 186,958 ocupaciones a la del cierre de marzo pasado.

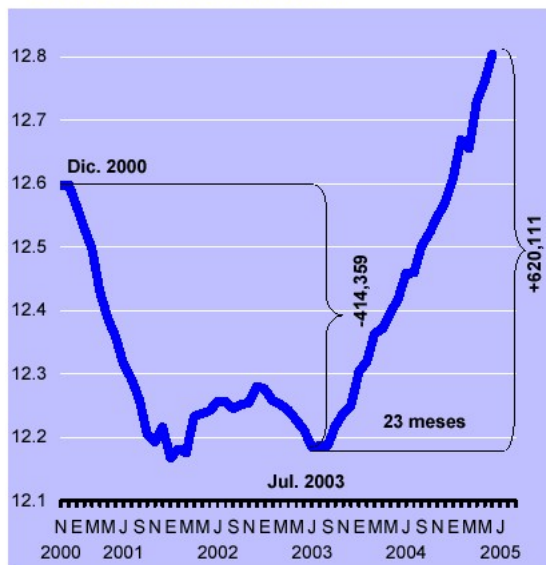
Con datos desestacionalizados, ese número se elevó mes a mes a lo largo del segundo trimestre, con lo cual en los últimos veintitrés meses se alcanzaron veintidós alzas a tasa mensual. En ese lapso, con datos desestacionalizados este indicador acumuló una mejoría de 620,111 trabajadores. Este avance permitió que al cierre de junio la ocupación formal ya hubiera superado en 206 mil empleos al nivel máximo que se había alcanzado a finales de 2000 (Gráfica 15).

El número de trabajadores asegurados en el IMSS al cierre de junio del presente año tuvo un incremento anual de 384,969 personas. Dicha variación se originó de alzas anuales de 166,713 trabajadores permanentes (aumento de 1.55 por ciento) y de 218,256 eventuales urbanos (alza de 13.25 por ciento). Por otra parte, la generación de empleos formales comprendió a todas las regiones del país, pero fue

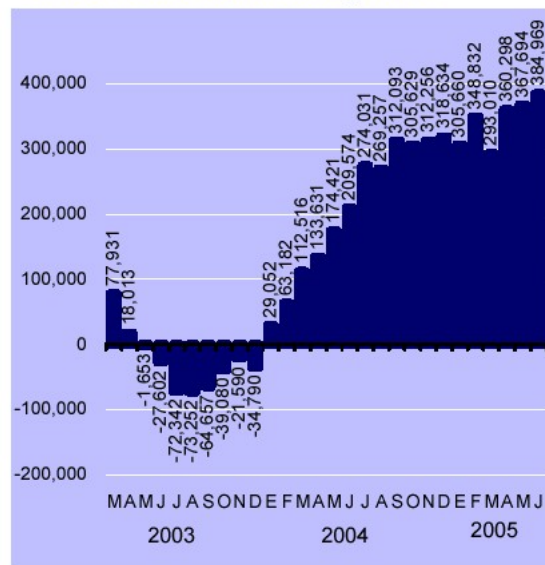
más acentuada en los estados del Norte. En las cuatro regiones consideradas se acrecentó de manera significativa la participación de los trabajadores eventuales en la ocupación formal, pero fue en el Centro del país donde se constituyó como el principal componente de creación de empleo (Gráfica 16).

Gráfica 15 **Trabajadores Asegurados: Permanentes y Eventuales Urbanos**

a) Millones de Trabajadores Asegurados
Datos desestacionalizados



b) Número de Asegurados en el IMSS
Variación anual de datos originales

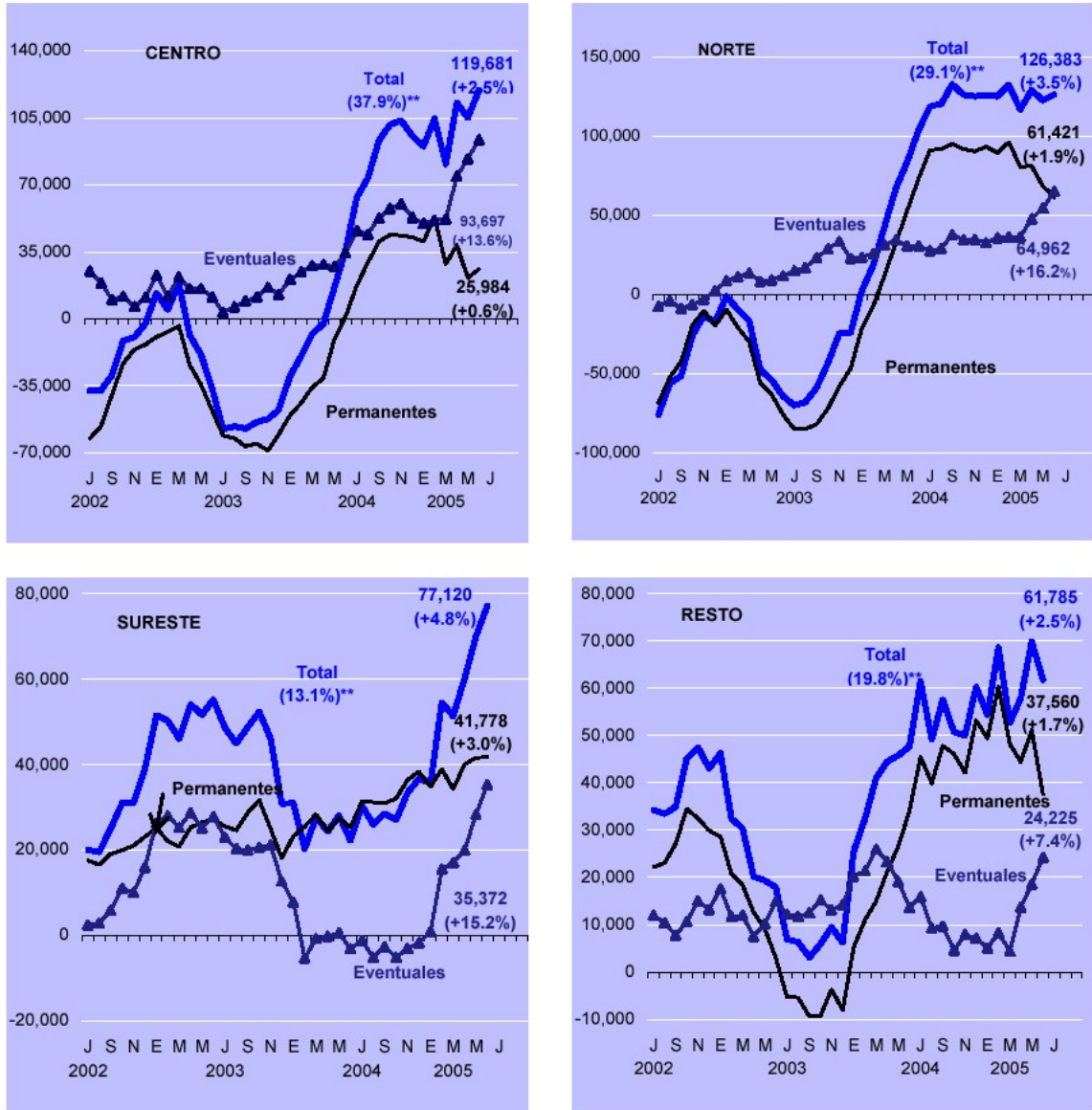


Fuente: IMSS y desestacionalización efectuada por el Banco de México.

Durante el segundo trimestre de 2005, la generación de empleos en el sector formal abarcó a la mayoría de los sectores económicos, pero los mayores incrementos anuales se presentaron en los sectores de comercio (69,302 trabajadores), otros servicios (188,010 personas), construcción (60,609 trabajadores) y manufacturas (45,236 personas en los sectores maquilador y no maquilador). En esta última actividad, el aumento en el número de trabajadores asegurados se derivó de una disminución anual de los permanentes que resultó contrarrestada por el alza de los eventuales urbanos.

Gráfica 16 Empleo Formal en las Distintas Regiones del País¹

Variaciones anuales del número de trabajadores



¹ La región Centro comprende al Distrito Federal, Guanajuato, Hidalgo, México, Morelos, Querétaro, Puebla y Tlaxcala; la región Norte a Baja California, Baja California Sur, Coahuila, Chihuahua, Nuevo León, Sonora y Tamaulipas; la región Sureste a Campeche, Chiapas, Guerrero, Oaxaca, Quintana Roo, Tabasco, Veracruz y Yucatán y el Resto incluye a Aguascalientes, Colima, Durango, Jalisco, Michoacán, Nayarit, San Luis Potosí, Sinaloa y Zacatecas.

** El porcentaje entre paréntesis en el Total de cada región es la participación en mayo de 2005 en el número total de trabajadores en el IMSS.

Fuente: IMSS. La regionalización la efectuó el Banco de México.

El INEGI ha comenzado a levantar una nueva encuesta de empleo, denominada Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), que permite contar con una tasa de desempleo a nivel nacional.¹⁸ Así, en el segundo trimestre de 2005 dicha tasa se ubicó en promedio en 3.53 por ciento, luego de haber sido de 3.85 por ciento en el primer trimestre del año.

II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

En el segundo trimestre de 2005, la actividad económica mostró una expansión anual significativa, que superó a la observada en el primer trimestre. No obstante, el comportamiento de la producción en ambos periodos estuvo influido por un efecto estadístico asociado al periodo de asueto de la Semana Santa. Éste implicó que aumentara el número de días laborables en el segundo trimestre con relación a igual lapso del año previo y que se redujeran los correspondientes al primer trimestre. Consecuentemente, tal efecto incrementó la variación a tasa anual del PIB en el segundo trimestre y redujo la del primero. Así, una vez ajustadas las cifras del producto por dicho efecto, resulta que en el segundo trimestre, al igual que ocurrió en el primero de este año, el dinamismo de la actividad económica mostró una moderación con relación a lo observado el año pasado en su conjunto y, particularmente, con respecto al desempeño registrado en la segunda mitad de ese año.

Todos los componentes de la demanda agregada contribuyeron a la expansión que registró el PIB en el segundo trimestre de 2005, tanto los renglones de origen interno, como la demanda proveniente del exterior. Cabe considerar cuatro aspectos en dicha evolución. Primero, el dinamismo del gasto interno en consumo e inversión se mantuvo en el segundo trimestre pero, al igual que ocurrió en el trimestre anterior, éste resultó más moderado que el observado en la segunda mitad del año pasado. Segundo, el crecimiento anual de las exportaciones de bienes y servicios fue significativo en el segundo trimestre, pero también resultó menor al registrado en la segunda parte del año pasado. Ello reflejó una desaceleración de la demanda externa, particularmente, de la proveniente de los Estados Unidos. Tercero, la expansión que experimentaron tanto la demanda agregada como el producto implicaron importaciones crecientes de bienes y servicios. Finalmente, el comportamiento de los distintos componentes de la demanda en la primera mitad de 2005 permite estimar que en ese lapso se acrecentó la contribución relativa al crecimiento económico derivada del gasto interno con relación a la proveniente de la demanda externa.

Durante el segundo trimestre de 2005, la aportación del entorno externo a la actividad económica interna fue mixta. Por un lado, mayores ingresos del exterior por concepto de exportación de petróleo y remesas familiares contribuyeron a acrecentar el gasto interno, tanto de consumo, como de inversión. Dicho gasto también fue favorecido por flujos de capital del exterior de origen privado. Por otra parte, como ya se mencionó, si bien las exportaciones de bienes y servicios presentaron un incremento anual en el periodo, éste fue menos vigoroso que el observado en 2004. Cabe mencionar que en el trimestre ejercieron influencia otros factores que también contribuyeron al crecimiento del gasto de consumo y a incentivar el de inversión. Destacan, entre ellos, que el crédito al consumo proveniente del sistema bancario y de las cadenas comerciales, así como el financiamiento hipotecario, continuaron mostrando un crecimiento vigoroso, a la vez que ha repuntado el crédito de la banca comercial a las empresas.

En general, los aspectos más sobresalientes de la evolución de la actividad económica en el segundo trimestre de 2005 fueron los siguientes:

- a) El crecimiento a tasa anual del producto superó de manera significativa al observado en el primer trimestre del año, pero dicha tasa estuvo influida al alza (y la del primer trimestre a la baja) por el mencionado efecto estadístico de la Semana Santa. No obstante, tanto en el segundo trimestre del año, como en el primer semestre en su conjunto, el crecimiento del PIB resultó menor al registrado en la segunda mitad del año pasado. Por otra parte, en los indicadores disponibles de producción destaca que en el bimestre abril-mayo el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) mostró un incremento anual de 4.3 por ciento, que se originó de alzas anuales en los tres sectores que lo integran, sobresaliendo los aumentos en los sectores industrial y de servicios (de 4.1 y 4.7 por ciento, respectivamente). Sin embargo, con cifras desestacionalizadas, la referida tasa anual resultó en dicho bimestre de 3 por ciento. De hecho, este indicador de la actividad económica ha atenuado su fortaleza en los últimos meses (Gráfica 17a).
- b) La expansión del consumo privado se manifestó en una amplia gama de indicadores. Al respecto cabe destacar: i) en el bimestre abril-mayo las ventas al menudeo mostraron un crecimiento anual elevado de 6.1 por ciento; ii) las ventas de las tiendas de la ANTAD presentaron en el segundo trimestre un crecimiento anual de 8 por ciento; y, iii) las ventas al menudeo de vehículos al-

canzaron en el segundo trimestre un incremento de 4.9 por ciento a tasa anual (Gráfica 17-a).

c) Al igual que en el primer trimestre, la inversión se constituyó en el componente con mayor dinamismo de la demanda interna. En abril dicho gasto registró un crecimiento anual de 12.3 por ciento (7.2 por ciento con datos

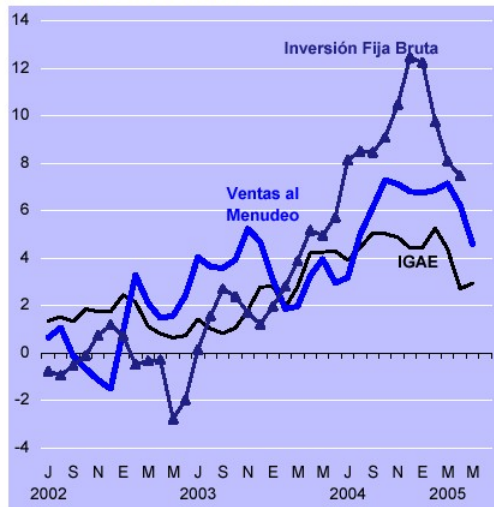
desestacionalizados). Esta tasa se derivó de aumentos tanto de su componente de maquinaria y equipo (17.6 por ciento), como del de construcción (6.5 por ciento). Se estima que en mayo el crecimiento de la inversión haya superado 8 por ciento.

Gráfica 17

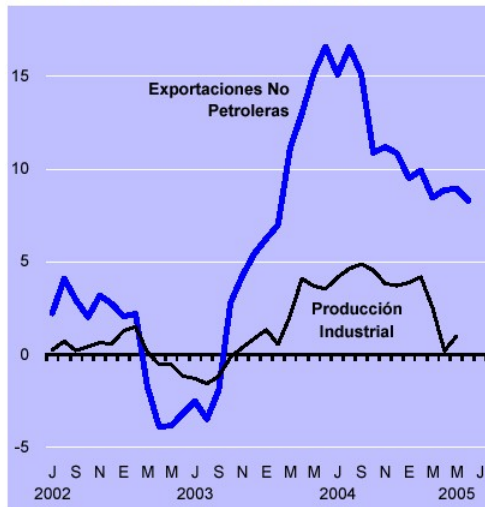
Indicadores de Demanda Agregada y Producción

Variaciones anuales en por ciento de un promedio móvil de dos meses de datos desestacionalizados

a) Demanda Interna y Producción



b) Demanda Externa y Producción



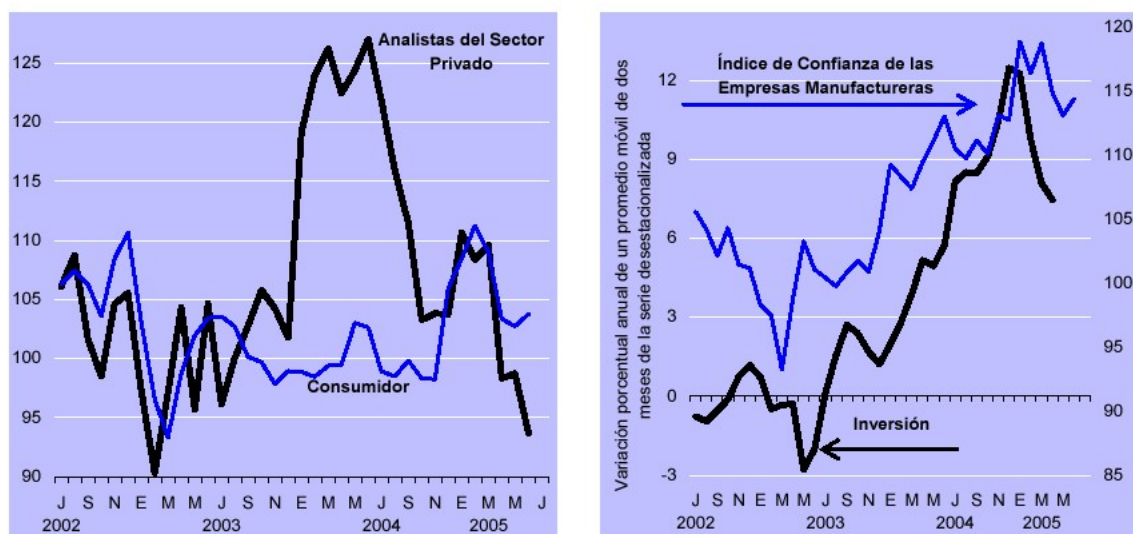
Fuente: a) INEGI y b) INEGI y Banco de México.

d) La producción industrial presentó en el bimestre abril-mayo un crecimiento anual de 4.1 por ciento (5.2 y 3 por ciento en abril y mayo, respectivamente), mientras que en la manufacturera la tasa correspondiente resultó de 4 por ciento (5.4 y 2.7 por ciento en abril y mayo). Los incrementos en abril estuvieron influidos al alza por el referido efecto estadístico de la Semana Santa. Por ello, con datos desestacionalizados, el aumento de la producción industrial en el bimestre abril-mayo resultó de sólo 1 por ciento. En conjunto, en los primeros cinco meses del presente año, el crecimiento a tasa anual de dicha producción fue de 1.6 por ciento, cifra inferior que la registrada en la segunda mitad de 2004 de 4.2 por ciento (Gráfica 17-b).

ca 18). Ahora bien, en junio dos de los tres indicadores que se elaboran para México, el de Confianza del Consumidor y el de Empresas Manufactureras, presentaron una mejoría a tasa mensual.

e) En el segundo trimestre del año los indicadores de confianza mostraron un cierto debilitamiento con relación a sus niveles promedio del primer trimestre (Gráfi-

Gráfica 18 **Índices de Confianza y de Clima de Negocios**
Índices 2003 = 100



Fuente: Banco de México e INEGI.

El avance registrado por la inversión en 2004 y en los meses transcurridos de 2005, luego de tres años de estancamiento, permitió que en abril de 2005 dicho indicador medido a precios constantes y con datos desestacionalizados, superara en 3.8 por ciento al nivel máximo que había alcanzado en noviembre de 2000. No obstante, al interior de este agregado se presentaron diferencias. En abril, el gasto en construcción resultó mayor en 10.8 por ciento a su nivel en noviembre de 2000, mientras que la inversión en maquinaria y equipo presentó todavía un ligero rezago (de 1.4 por ciento). En este contexto, conviene señalar una vez más, como lo ha venido reiterando el Banco de México, que un factor que sigue desalentando una recuperación más robusta del gasto en inversión es la falta de avances en materia de cambio estructural.

La evolución descrita de una amplia gama de indicadores permiten estimar que, en el segundo trimestre de 2005, el crecimiento anual del PIB haya resultado superior a 4 por ciento, cifra mayor que la de 2.4 por ciento del primer trimestre del año.¹⁹ Cabe recordar que ambas tasas estuvieron influidas por el efecto estadístico de la Semana Santa (la primera al alza y la segunda a la baja). No obstante, se estima que en el conjunto del primer semestre el crecimiento del producto haya sido de alrededor de 3.5 por ciento, mientras que en la segunda mitad de 2004 alcanzó 4.7 por ciento.

II.2.4. Balanza de Pagos y Flujos de Capital

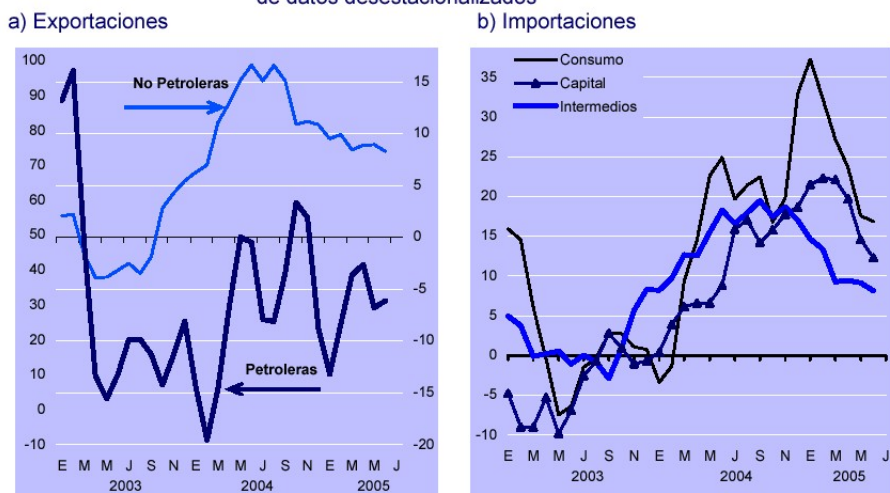
La evolución que mostró el sector externo de la economía mexicana en el segundo trimestre de 2005 compartió algunas semejanzas con la registrada en el primero, caracterizándose por los siguientes aspectos: a) un crecimiento de las exportaciones no petroleras y de las importaciones a un ritmo más moderado que el observado en la segunda mitad de 2004; b) incremento del valor de las exportaciones petroleras; c) saldos deficitarios moderados de las balanzas comercial y en cuenta corriente; y, d) un importante ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares. Otros aspectos que destacan en la evolución del sector externo en el trimestre reportado son que la cuenta de capital arrojó un pequeño superávit, y que tuvo lugar una ligera acumulación de reservas internacionales.

Al igual que en el caso de otros indicadores económicos, las cifras sobre el comercio exterior en el segundo trimestre del año estuvieron influidas por un efecto estadístico asociado con la Semana Santa.²⁰ El impacto aritmético de dicho efecto fue aumentar la variación anual de las exportaciones no petroleras y de las importaciones de mercancías en el segundo trimestre y disminuir las correspondientes tasas anuales del trimestre previo.

Durante el segundo trimestre de 2005 las exportaciones de mercancías mostraron un incremento a tasa anual de 13.4 por ciento. Este resultado se derivó de alzas de 10.6 por ciento en las exportaciones no petroleras y de 34.2 por ciento en las petroleras. En las primeras, las de productos manufacturados registraron un aumento anual de 9.9 por ciento. Por otra parte, el elevado aumento de las petroleras

fue reflejo de la tendencia al alza que siguieron mostrando los precios del petróleo en los mercados internacionales, y que los llevaron a alcanzar niveles históricamente altos. Así, en el trimestre que se reporta el precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación se ubicó en 41.16 dólares por barril, superando ampliamente al observado en el trimestre previo (34.63 dólares).²¹

Gráfica 19 Exportaciones e Importaciones de Mercancías
Variaciones anuales en por ciento de un promedio móvil de dos meses de datos desestacionalizados



Fuente: Banco de México.

En el primer semestre del presente año no sólo las exportaciones de productos petroleros registraron un fuerte crecimiento a tasa anual (de 32.2 por ciento), sino también las importaciones de esos productos (de 51.6 por ciento). De hecho, en la primera mitad de 2005 el valor de las exportaciones petroleras (incluyendo a los de la industria petroquímica) se incrementó en 3,446 millones de dólares, al pasar de 10,707 millones en el primer semestre de 2004 a 14,153 millones en igual periodo de 2005. Por su parte, las importaciones petroleras se acrecentaron en el lapso de referencia en 2,368 millones de dólares (aumentaron de 4,593 millones a 6,961 millones), de los cuales 958 millones correspondieron a mayores importaciones de gasolina. Tal evolución implicó que el superavit de la balanza comercial petrolera resultara en el primer semestre de 2005 de 7,191 millones de dólares. Ello representó un alza de ese saldo positivo de 1,078 millones con relación al observado en la primera mitad de 2004.

En cuanto a las importaciones de mercancías, éstas se expandieron en el segundo trimestre de 2005 a una tasa anual de 12.2 por ciento, lo que reflejó alzas en sus tres compo-

ponentes. Así, las importaciones de bienes intermedios aumentaron en el período a una tasa de 10 por ciento; las de bienes de consumo, 22.6 por ciento; y las de bienes de capital, 16.3 por ciento.

Los datos ajustados por efectos estacionales del comercio exterior muestran que durante el segundo trimestre de 2005 se atenuó el ritmo de crecimiento de las exportaciones no petroleras con respecto a lo registrado en la segunda mitad de 2004 (Gráfica 19). En buena medida, esta evolución respondió a una expansión menos intensa de la demanda externa y, en particular, de la proveniente de Estados Unidos. Como es sabido, el comportamiento de la producción industrial de ese país es un determinante muy importante de la demanda externa que enfrenta México. Por ende, el menor dinamismo que presentó dicho sector de la economía estadounidense propició una desaceleración de las exportaciones no petroleras de México. No obstante, esto último también ha respondido a una pérdida gradual de participación de los productos mexicanos en su principal mercado de exportación (Recuadro 2).

Las importaciones de mercancías con datos desestacionalizados mostraron en el segundo trimestre del año un crecimiento significativo, pero éste también se atenuó con relación al registrado en los trimestres previos y, particularmente, frente a lo observado en la segunda mitad del año pasado. Ello fue el resultado neto de dos tendencias: por un lado, de que se mantuvo una expansión significativa de la

demanda interna; por otro, de una desaceleración de la producción interna que en parte tuvo como contrapartida la ya referida evolución menos vigorosa de la demanda externa. La desaceleración que experimentaron las importaciones en el trimestre comprendió a los tres tipos de bienes en que se clasifican.

Recuadro 2
Aspectos Sobre la Competitividad de la Economía Mexicana

El Banco de México y la Secretaría de Economía recabaron durante el segundo trimestre del presente año, una encuesta entre las principales empresas en el país con inversión extranjera directa. La encuesta buscaba, por un lado, obtener una estimación del flujo de Inversión Extranjera Directa (IED) que podría recibir México en 2005 y, por otro, que tales empresas evaluaran diversos aspectos de la competitividad del país. En lo referente al primer tema, las respuestas de 364 de las principales empresas con IED en México permiten estimar que en 2005 éstas efectuarán un gasto de inversión de aproximadamente 16,447 millones de dólares, de los cuales al considerar sus fuentes de financiamiento resulta un flujo de Inversión Extranjera Directa de 12,281 millones de dólares. Esta cifra representa una cota inferior del monto de IED que recibirá el país en el año, considerando que para las restantes empresas con IED no se contó con una estimación de su inversión en el presente año.

Por otra parte, con relación al tema de competitividad, los principales resultados son los siguientes:

- a) **Limitantes al Flujo de IED al País.** Las empresas expresaron que los factores que actualmente desincentivan la entrada de recursos al país por Inversión Extranjera Directa son, principalmente, de carácter estructural. En particular, los factores que restringen la IED en opinión de las filiales de las empresas extranjeras son los siguientes: la falta de avances en las reformas estructurales todavía pendientes (fiscal, laboral, energética); la incertidumbre política interna que prevalece; la ausencia de estímulos fiscales a la inversión; la incertidumbre jurídica y los problemas de inseguridad pública (Cuadro 1).

Cuadro 1
Factores que Limitan los Flujos de Inversión Extranjera Directa a México
Distribución porcentual de las respuestas

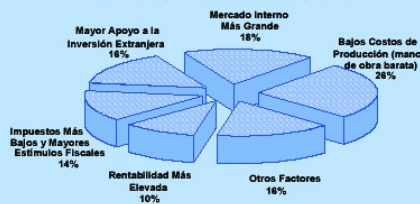
Factor	Estructura porcentual
1. La ausencia de una reforma fiscal	13
2. Incertidumbre política interna	8
3. La ausencia de una reforma energética	8
4. Ausencia de estímulos fiscales a la inversión	8
5. La ausencia de una reforma laboral	7
6. Incertidumbre jurídica	7
7. Problemas de inseguridad pública	7
8. Excesiva regulación	6
9. Incertidumbre sobre la situación económica interna	6
10. Debilidad del mercado interno	6
11. Servicios básicos de baja calidad y caros (energía eléctrica, agua, etc.)	5
12. Incertidumbre sobre el marco regulatorio	4
13. Corrupción de autoridades	4
14. Otros	11
Suma	100

- b) **Competencia con China.** El 38 por ciento de las empresas encuestadas señaló que sus grupos empresariales también tienen inversiones en China. De ese subconjunto de empresas, el 42 por ciento expresó que en los últimos tres años las inversiones canalizadas a ese país han afectado adversamente el monto de los flujos dirigidos a México. Por otra parte, el 41 por ciento de las compañías indicó que la demanda por sus productos en México se ha visto impactada por la competencia de los productos chinos.

Las compañías que expresaron que su monto de inversión en México se ha visto afectado adversamente por las

inversiones que la empresa matriz ha realizado en China, indicaron que los principales factores que determinaron la inversión en ese país fueron los siguientes: costos más bajos de producción, principalmente de la mano de obra; la existencia de un mercado interno más grande; y, en general, la presencia de un mayor apoyo a la inversión extranjera (Gráfica 1).

Gráfica 1
Principales Factores que en los Últimos Tres Años han Incentivado Mayores Inversiones en China Afectando los Flujos a México
Distribución porcentual de las respuestas



- c) **Factores que Afectan la Competitividad de la Empresa.** Las empresas en el país con capital del exterior indicaron que los factores que están afectando de manera significativa su competitividad en México frente a otros países son: la falta de reformas estructurales; la excesiva regulación; una deficiente atención de la burocracia; y el marco jurídico existente en el país (Cuadro 2). Por otra parte, destaca que el 70 por ciento de las empresas opinó que las regulaciones ambientales; la disponibilidad de crédito y de recursos humanos calificados, no están afectando de manera significativa la competitividad del país.

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

Factor	Mucho	Poco o Nada	Total
1. Falta de reformas estructurales	78	22	100
2. Excesiva regulación	65	35	100
3. Deficiente atención de la burocracia	56	44	100
4. Marco jurídico existente en el país	56	44	100
5. Corrupción	48	52	100
6. Seguridad para el personal, las instalaciones y en el transporte	41	59	100
7. Disposiciones aduaneras	36	64	100
8. Situación política interna	35	65	100
9. Regulaciones no arancelarias al comercio exterior	34	66	100
10. Requisitos para establecer nuevas empresas	33	67	100
11. Falta de infraestructura	29	71	100
12. Disponibilidad de recursos humanos calificados	24	76	100
13. Falta de proveedores nacionales	24	76	100
14. Disponibilidad de crédito	24	76	100
15. Regulaciones ambientales	9	91	100

- d) **Costos de Producción en México y en Otros Países.** Las empresas precisaron que hay una diversidad de renglones de costos que son más elevados en México que en otros países con los que se compete en atraer los flujos de IED (Gráfica 2). En tales costos sobresalieron los siguientes: los financieros; los de la energía eléctrica; los de telefonía y telecomunicaciones; los del agua; los de transporte y, los de algunos insumos.

Gráfica 2
Costos de Producción en México en Comparación con Otros Países con los que se Compite para Atraer IED Estructura porcentual

	Son más caros en México	Son más caros en otros países competidores
Sueldos de empleados y ejecutivos	43%	57%
Salarios de los obreros	41%	59%
Costos de algunos insumos	83%	17%
Costos Financieros		
Créditos bancarios	92%	8%
Financiamiento de otras inst. financ.	92%	8%
Financiamiento de proveedores	78%	22%
Otros Costos de Producción y de Administración		
Costos de la electricidad	84%	16%
Costos del servicio telefónico	91%	9%
Costos de telecomunicaciones	92%	8%
Rentas de oficinas	42%	58%
Rentas de bodegas y almacenes	42%	58%
Costo y disponibilidad de agua	59%	41%
Costos de transporte de las mercancías	53%	47%
Costos de empaque de las mercancías	43%	57%

e) **Los Costos en Seguridad.** Las empresas indicaron que las erogaciones que efectúan en medidas que buscan mejorar la seguridad han impactado de manera significativa sus costos. Así, el 85 por ciento de las empresas señaló que los gastos en seguridad resultan de hasta un 4 por ciento de sus ingresos por ventas y el 9 por ciento de las empresas apuntó que dichos costos absorben de 5 a 8 por ciento del valor de las ventas (Cuadro 3).

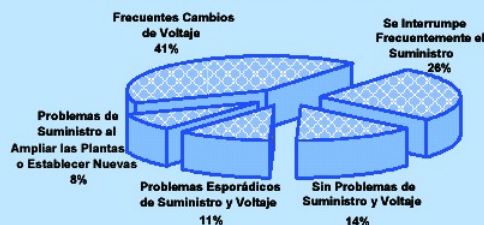
Cuadro 3
Gastos en Seguridad* como Porcentaje de las Ventas o Ingresos Totales Distribución porcentual de las respuestas

Gasto en Seguridad	Porcentaje de Empresas
Hasta 4%	85%
De 5 a 8%	9%
De 9 a 12%	3%
De 13 a 16%	1%
Más de 16%	2%

* Incluye gasto por vigilancia en la empresa, protección al personal, equipo de seguridad, escolta al transporte de las mercancías, etc.

f) **Calidad del Suministro de Energía Eléctrica.** El 67 por ciento de las empresas expresó que frecuentemente sufren la interrupción del servicio eléctrico o cambios de voltaje (Gráfica 3). Ello implica incurrir en una diversidad de costos entre los que destacan los siguientes: la adquisición de plantas eléctricas y de equipos de regulación de corriente; se afecta la continuidad de la producción; hay pérdida de información en archivos electrónicos; y se generan costos de reparación o remplazo de equipo dañado; etc.

Gráfica 3
Calidad del Servicio de Suministro de la Energía Eléctrica a la Empresa Distribución porcentual de las respuestas



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

	Estructura Porcentual
1. Implica la compra de plantas y/o equipos de regulación de corriente	15
2. Afecta la continuidad de la producción	14
3. Pérdida de información en los archivos electrónicos	12
4. Implica reparación o reemplazo de equipo dañado	10
5. Afecta los sistemas de telecomunicaciones	9
6. Disminuye la productividad por cortes de producción	9
7. Problemas para cumplir con los clientes	9
8. Pérdidas de producción	7
9. Daños a equipos de cómputo de la planta industrial	7
10. Provoca desperdicio de materiales	5
11. Reduce la calidad del producto final	2
12. Ningún costo	1
Suma	100

g) **Evaluación de Otros Aspectos de la Competitividad.** En la encuesta se solicitó a las empresas que evaluaran una gama de factores que podrían afectar su competitividad, tales como: la infraestructura existente; la oferta de recursos humanos y las prácticas de contratación; la facilidad para establecer nuevos negocios en México, así como la cantidad y calidad de los proveedores nacionales. La distribución porcentual de las respuestas de las empresas se convirtió en una calificación que oscila entre 2.5 y 10 puntos.¹ Destaca que varios de los aspectos de competitividad considerados obtuvieron bajas calificaciones (Cuadro 5), particularmente, los referentes al proceso para establecer un nuevo negocio (4.2 puntos); la disponibilidad de redes ferroviarias (3.7); y las prácticas de contratación y despido de trabajadores (5). Por otro lado, obtuvieron mejores calificaciones los aspectos relacionados con la disponibilidad de mano de obra calificada (7.1); la disciplina en el trabajo de la mano de obra con menores niveles de capacitación (6.2); y la disponibilidad de proveedores nacionales (6.0), así como la calidad de sus productos (6.5).

Cuadro 5
Calificación de Distintos Aspectos de la Competitividad

Aspecto	Calificación
INFRAESTRUCTURA	
* La infraestructura en general	5.2
* Los aeropuertos y el transporte aéreo	5.7
* Las instalaciones portuarias	5.4
* La red ferroviaria	3.7
RECURSOS HUMANOS	
* Oferta de ingenieros, administradores y profesionistas en áreas técnicas	7.1
* La disciplina de trabajo y ganas de aprender en niveles de menor calificación	6.2
* Las prácticas de contratación y de despido de trabajadores	5.0
TRIBUTACIÓN	
* El sistema impositivo	3.5
OTROS ASPECTOS	
* Calidad del producto de los proveedores nacionales	6.5
* Disponibilidad y variedad de proveedores nacionales	6.0
* La facilidad para establecer nuevos negocios	4.2

¹ Las empresas asignaron un valor de 1 a 4 a cada uno de los aspectos de competitividad, donde el número 1 representaba la evaluación menos favorable y el 4 la más favorable. Por ejemplo:

Infraestructura en general : Poco desarrollada e ineficaz

1	2	3	4
---	---	---	---

 Muy adecuada a las necesidades

Si la empresa marcó el número 1, significa que estuvo **totalmente** de acuerdo con la respuesta de la izquierda; si marcó el 2 que ella estuvo en **cierta medida** de acuerdo con la respuesta de la izquierda. Por otra parte, si escogió el 3, significa que en **cierta medida** estuvo de acuerdo con la respuesta de la derecha; y el 4 que estuvo **totalmente** de acuerdo con la respuesta de la derecha. A las opciones de respuesta se les asignó la siguiente puntuación: al número 1=2.5 puntos; al número 2=5 puntos; al número 3=7.5 puntos; y al número 4=10 puntos. Esta puntuación se ponderó con la frecuencia de respuesta correspondiente a cada uno de las cuatro opciones y este procedimiento se aplicó a cada uno de los aspectos de competitividad. De esa manera, se obtuvieron las calificaciones que se presentan en el Cuadro 5.

El saldo deficitario de la balanza comercial en el segundo trimestre de 2005 sumó 700 millones de dólares, cifra menor que la de 1,120 millones de igual periodo de 2004. Este resultado respondió a que el valor de las exportaciones petroleras se incrementó en el segundo trimestre del año en 1,954 millones de dólares con relación al registrado en ese mismo lapso de 2004. Tal evolución implicó una ampliación del déficit comercial sin petróleo, que reflejó que en el segundo trimestre del presente año la expansión anual del gasto interno siguió superando a la que mostró el PIB.

En el período enero-mayo del presente año las exportaciones de México al mercado estadounidense registraron un significativo incremento a tasa anual de 8.7 por ciento, favorecido por un aumento elevado de las exportaciones petroleras. No obstante, tal expansión resultó mucho menor a la de 15.12 por ciento que alcanzaron las importaciones provenientes del resto de los socios comerciales de ese país (Cuadro 8). Consecuentemente, siguió debilitándose en su comparación anual la participación de los productos mexicanos dentro de las importaciones de Estados Unidos, al pasar ésta de 10.91 por ciento en el lapso enero-mayo de 2004, a 10.37 en ese mismo período de 2005. Asimismo, al deducir el valor de las exportaciones mexicanas de petróleo a Estados Unidos, el desempeño relativo de los productos mexicanos en ese mercado sigue siendo desfavorable. En particular, en el lapso considerado las exportaciones del sector automotriz solo crecieron 0.18 por ciento a tasa anual, un aumento más bajo que el del conjunto de tales adquisiciones efectuadas por ese país (3.02 por ciento). Un aspecto que destaca en el Cuadro 8 y la Gráfica 20 es que aún sí se deducen las exportaciones de China al mercado de

Estados Unidos, el desempeño relativo de las exportaciones de México a ese mercado todavía muestra deterioro. Ello considerando que en el período de referencia los productos mexicanos presentan una pérdida de participación de mercado con relación a la del conjunto de los otros socios comerciales de ese país (excluyendo a China).

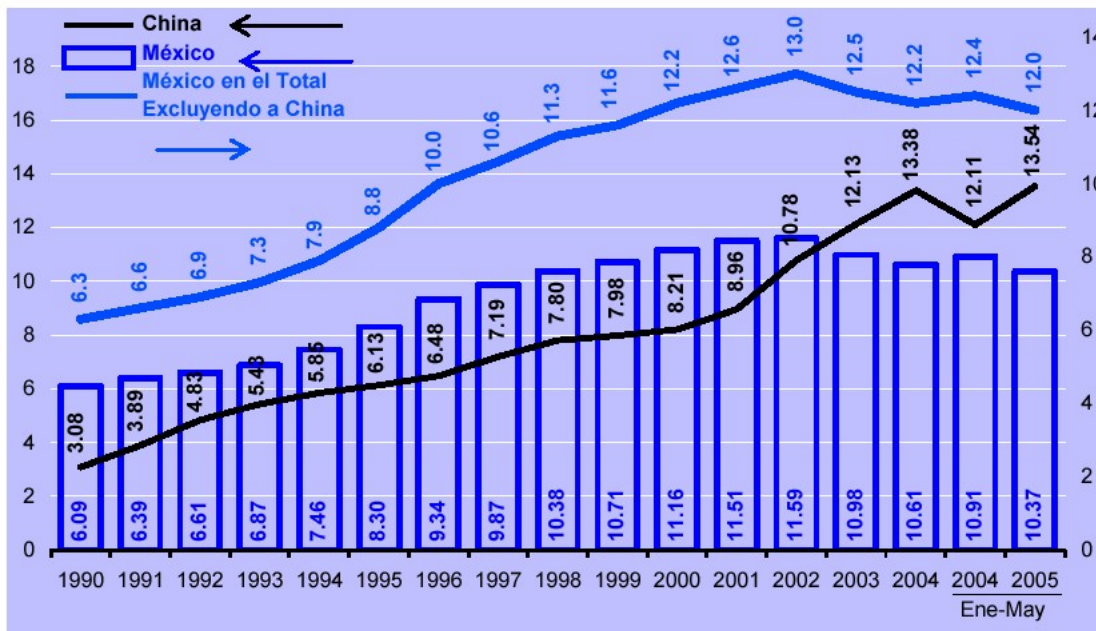
La entrada de recursos al país por concepto de remesas familiares resultó en el segundo trimestre de 5,214 millones de dólares, lo que implicó un crecimiento anual de 15.7 por ciento, mientras que en el primer trimestre del año esa tasa había sido de 20.5 por ciento. Lo anterior implicó que en los primeros seis meses de 2005 los ingresos por remesas ascendieran a 9,278 millones de dólares, para un crecimiento anual de 17.8 por ciento, menor que el de 24 por ciento registrado en 2004. El monto de dicho agregado se originó de 27.7 millones de transacciones con un valor promedio de 334 dólares, y fue equivalente a casi tres cuartas partes de los ingresos captados en ese periodo por concepto de exportaciones de petróleo crudo.

Cuadro 8 **Importaciones de Estados Unidos**
Por ciento

	Participación				Variaciones Porcentuales Anuales: Enero-Mayo de 2005				
	2003	2004	Ene-May 2004	Ene-May 2005	Total	Petróleo	Total sin Petróleo	Automotriz	Total sin Petróleo y sin Automotriz
Total	100.00	100.00	100.00	100.00	14.42	33.66	12.66	2.51	14.89
Total sin México	89.02	89.39	89.09	89.63	15.12	34.31	13.43	3.02	15.48
Total sin México y sin China	76.89	76.01	76.98	76.10	13.11	34.14	10.94	3.02	12.84
1. Canadá	17.63	17.44	18.18	17.50	10.16	18.31	9.59	1.71	12.79
2. China	12.13	13.38	12.11	13.54	27.88	149.78	27.78	--	27.78
3. México	10.98	10.61	10.91	10.37	8.70	29.59	6.23	0.18	8.90
4. Japón	9.39	8.83	9.18	8.67	8.00	--	8.00	5.80	9.38
5. Alemania	5.42	5.26	5.45	5.24	9.95	--	9.95	-3.34	17.41
6. Reino Unido	3.40	3.15	3.33	3.10	6.41	206.22	-0.50	8.72	-2.07
7. Corea	2.96	3.14	3.14	2.81	2.40	--	2.40	5.95	1.05
8. Taiwan	2.51	2.36	2.35	2.14	4.18	--	4.18	15.83	3.54
9. Francia	2.32	2.15	2.12	2.09	12.66	--	12.66	--	12.66
10. Malasia	2.02	1.92	1.87	1.89	15.48	134.32	15.22	--	15.22
Suma de 10 países	68.77	68.24	68.65	67.34	12.23	32.82	11.46	2.29	14.11

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

Gráfica 20 Participación de las Exportaciones de México y China en las Importaciones de Estados Unidos
Por ciento



La información descrita en los párrafos anteriores, así como la correspondiente a otros rubros de las cuentas externas, permiten estimar para el segundo trimestre de 2005 un déficit moderado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, de alrededor de 0.1 miles de millones de dólares. Este saldo deficitario es reflejo tanto del importante aumento que tuvieron las exportaciones petroleras, como de un mayor ingreso por remesas. El efecto conjunto de estos factores sobre la cuenta corriente contrarrestó el impacto de un mayor valor de las importaciones resultante de la expansión de la demanda interna. Con lo anterior, el déficit acumulado de la cuenta corriente en el primer semestre de 2005 sumaría aproximadamente 3 mil millones de dólares.

Finalmente, también se estima que en el segundo trimestre la cuenta de capital de la balanza de pagos (incluyendo errores y omisiones) haya registrado un pequeño saldo superavitario, de 0.1 miles de millones de dólares. Este fue el saldo neto de entradas de capital del sector privado (principalmente, por inversión extranjera directa y en cartera) y un desendeudamiento del sector público. Asimismo, en el trimestre reportado tuvo lugar una ligera acumulación de reservas internacionales, por 35 millones de dólares.

III. La Política Monetaria durante el Segundo Trimestre de 2005

III.1. Acciones de Política Monetaria

En el transcurso de 2005 han continuado reduciéndose las presiones sobre la inflación derivadas de los múltiples choques de oferta que afectaron la economía el año anterior. En consecuencia, la inflación ha retomado su tendencia a la baja, pasando de 5.43 por ciento en noviembre de 2004, a 4.33 por ciento en junio del presente año.

Por su parte, la inflación subyacente ha tenido un descenso apreciable. Ello se debe, en gran medida, a los siguientes factores:

- a) se han venido desvaneciendo las perturbaciones de oferta que impactaron al subíndice de precios del grupo de los alimentos. Por ejemplo, la inflación anual de los alimentos en los Estados Unidos pasó de 4.08 por ciento en mayo de 2004, a 2.20 por ciento en junio de 2005;

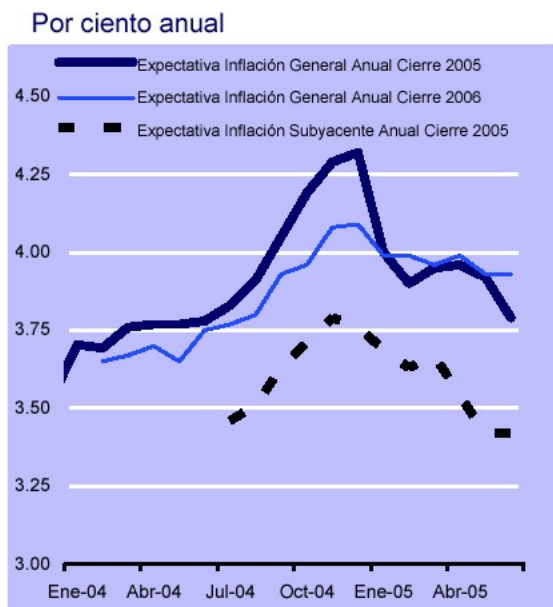
b) la combinación de un importante incremento en la oferta de casas-habitación, una mayor disponibilidad de créditos hipotecarios y un descenso considerable de los precios internacionales del acero y sus derivados, han coadyuvado a una reducción en la tasa de crecimiento de los precios de los servicios asociados a la vivienda; y,

c) la restricción monetaria adoptada a partir de 2004 ha contribuido a que el impacto de las perturbaciones de oferta de las que se ha venido haciendo mención sobre el proceso de formación de precios y sobre las negociaciones salariales haya sido, hasta ahora, limitado.

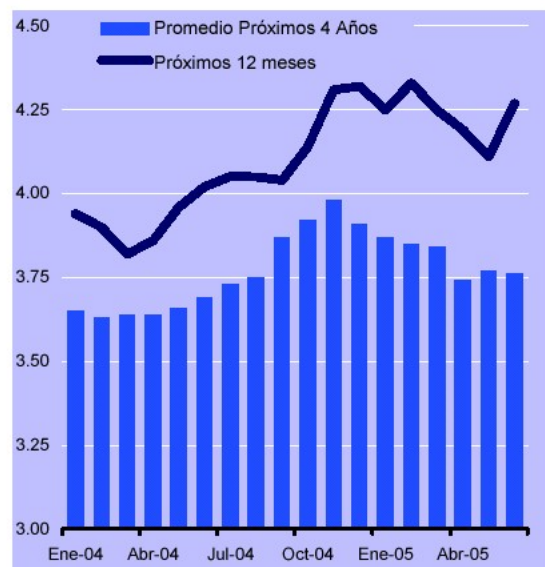
En virtud de las condiciones anteriores, se han reducido las expectativas de inflación. En particular, en las encuestas que recaba el Banco de México se aprecia que la previsión para la inflación general al cierre de 2005 ha disminuido de 4.32 por ciento en diciembre de 2004, a 3.79 en junio de 2005, nivel cercano al registrado antes de que se presentaran las perturbaciones de oferta del año previo. Por su parte, la expectativa para la inflación subyacente para finales del año pasó de 3.76 a 3.42 por ciento en igual periodo. Sin embargo, debe mencionarse que la inflación esperada para horizontes de mayor plazo aún se encuentra en niveles relativamente elevados con relación al objetivo de inflación de 3 por ciento (Gráfica 21).

Gráfica 21 Expectativas de Inflación: Encuesta Banco de México

a) Cierre de 2005 y 2006



b) Próximos 12 meses y Promedio para los Próximos 4 Años



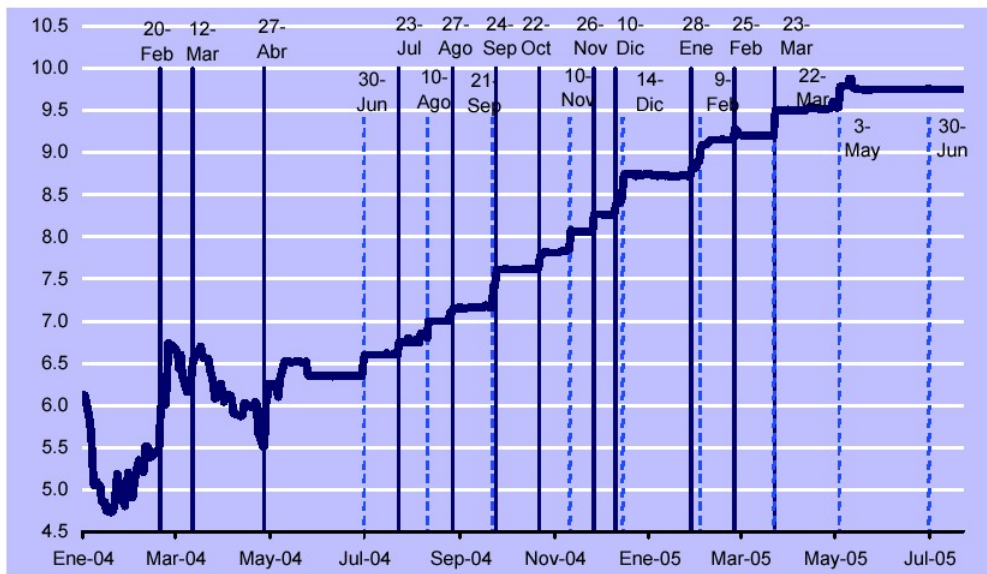
Al evaluar los elementos anteriores, durante el segundo trimestre del año el Banco de México decidió modificar la forma en la que había venido determinando la postura monetaria. Cabe recordar que en los trimestres previos, la Junta de Gobierno del Instituto había restringido su postura de política a través de dos vías: i) incrementando el “corto”; y, ii) señalando en sus anuncios de política monetaria que, mientras así lo juzgara conveniente, las condiciones monetarias internas deberían reflejar, al menos, la mayor astringencia que se fuese presentando en los Estados Unidos.

bio y, a partir del comunicado de prensa de política monetaria del 24 de junio, dejó de mencionar el segundo inciso del párrafo anterior. No obstante, se especificó en dicho comunicado que mientras se juzgue conveniente, las condiciones monetarias internas no deberán relajarse.

Al respecto, en el periodo abril-junio la Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener el “corto” sin cam-

Como resultado de estas acciones, la tasa de fondeo bancario a un día aumentó de 9.25 a 9.75 por ciento durante el segundo trimestre del año, manteniéndose en este último nivel desde el 3 de mayo (Gráfica 22).

Gráfica 22 Tasas de Interés de Fondeo Bancario, Cambio en el “corto” y Cambio en la Tasa de Interés de Fondos Federales de los EEUU^{1/} Por ciento anual



1/ Las líneas verticales continuas indican cambios en el “corto” y las punteadas indican cambios en la tasa de Fondos Federales de los EEUU.

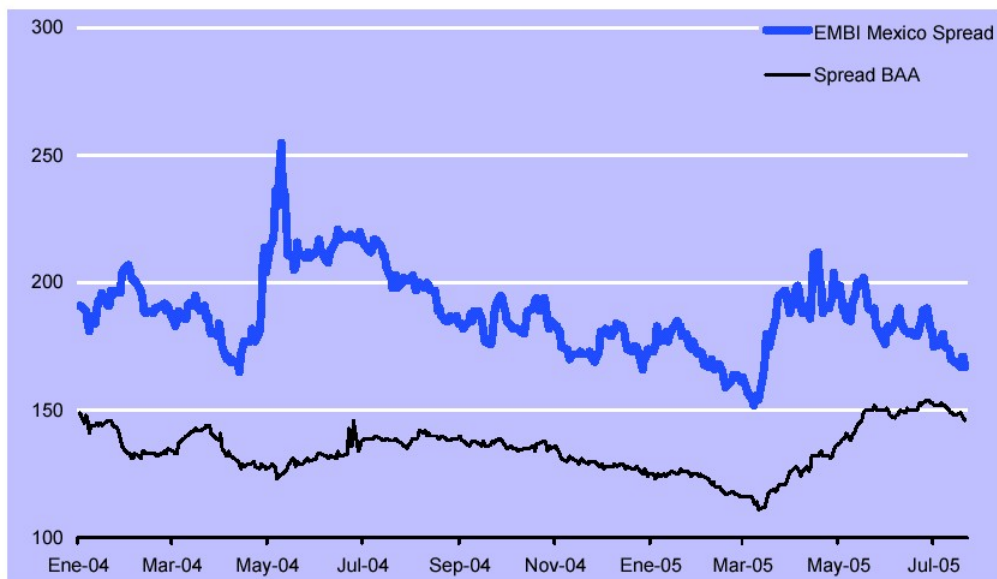
Por lo que se refiere a la evolución de la curva de rendimientos en México, es importante destacar que ésta ha estado claramente influida por las condiciones globales de liquidez y el consecuente apetito por riesgo prevalcientes en los mercados financieros internacionales.

En este contexto, se considera importante destacar la volatilidad que ha caracterizado dichas condiciones en los últimos meses. Por ejemplo, hacia finales del primer trimestre se incrementó la incertidumbre respecto de las perspectivas de inflación en los Estados Unidos y, por tanto, de las tasas de interés de mayor plazo. Adicionalmente, algunos emisores de tamaño significativo presentaron un deterioro im-

portante en su riesgo crediticio, lo cual propició un aumento en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales (Gráfica 23). Estos hechos repercutieron, en su momento, en mayores costos de acceso al financiamiento de mediano y largo plazo por parte de emisores soberanos y privados, tanto en los mercados externos, como en los locales.

No obstante, a lo largo del segundo trimestre se revirtieron las condiciones descritas, dando lugar a una importante reducción en las tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos, y a un nuevo incremento en el apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales.

Gráfica 23 **Indicadores de Riesgo Soberano y Deuda Corporativa^{1/}**
Puntos base



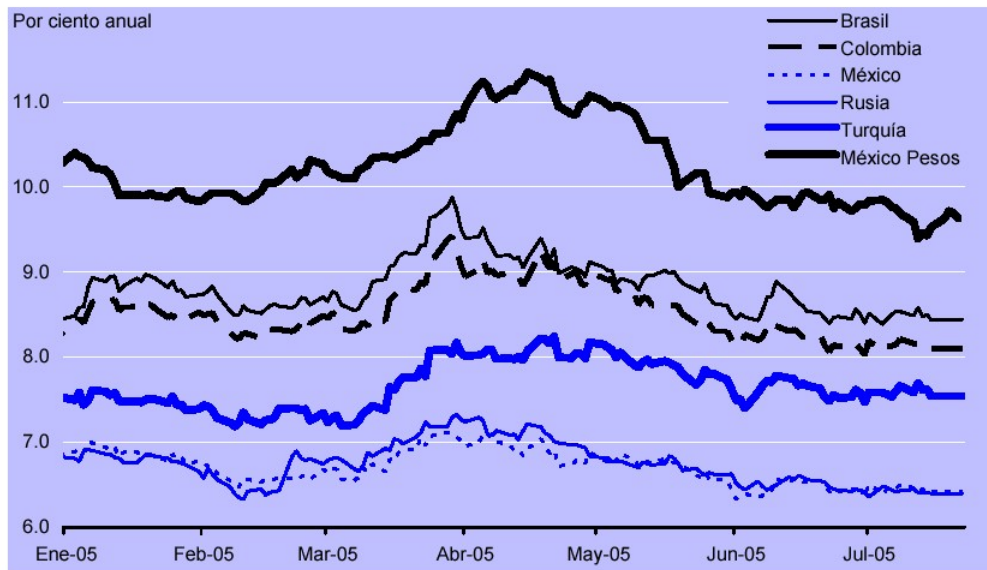
^{1/} Último dato 21 de julio.

El proceso anterior coadyuvó a un aumento considerable de la demanda de instrumentos de emisores de países emergentes, tanto en los mercados externos, como en los internos. En este sentido, es importante señalar que múltiples inversionistas extranjeros han buscado en los mercados locales de diversos países emergentes, entre ellos México de forma relevante, una alternativa para incrementar el rendimiento de sus portafolios. Ello, ha dado lugar a un incremento importante en la entrada de recursos destinada a la adquisición de instrumentos de deuda de mayor plazo denominados en moneda nacional (Gráfica 24). Inclusive, los flujos resultantes se han visto magnificados por la posibilidad de financiar posiciones en valores gubernamentales de mercados emergentes con pasivos de corto plazo en moneda extranjera.

De esta manera, durante el segundo trimestre la curva de rendimientos en nuestro país continuó aplanándose, tanto por el aumento en las tasas de interés de corto plazo, como por la reducción en las correspondientes a los instrumentos con horizontes mayores. De hecho, hacia finales de junio, la pendiente de la curva de rendimientos se invirtió (Gráfica 25).

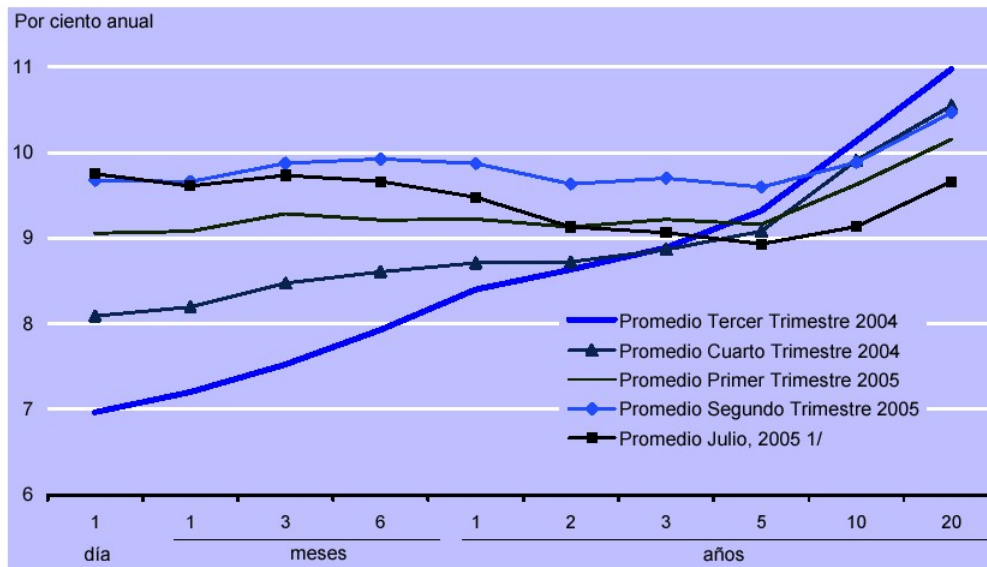
Finalmente, también debe destacarse que las referidas condiciones en los mercados financieros internacionales han contribuido de forma importante a que se aprecie el tipo de cambio nominal.

Gráfica 24 Rendimiento de Bonos Soberanos a 20 Años en Dólares y Bono a Tasa Fija a 20 años en Pesos ^{1/}



^{1/} Fuente: Bloomberg.

Gráfica 25 Curva de Rendimiento en México



^{1/} Último dato: 22 julio.

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales

El saldo promedio de la base monetaria en junio fue de 306.9 miles de millones de pesos (3.9 por ciento del PIB), registrando una variación anual de 11.4 por ciento, cifra inferior a la observada en diciembre de 2004 (13.3 por ciento).²² Este comportamiento apunta, como se ha señalado en informes previos, a que a pesar de que se mantiene el proceso por el cual la base monetaria ha aumentado como porcentaje del PIB (remonetización), como es de esperarse éste ha perdido vigor en los últimos años. Asimismo, el alza de las tasas de interés observada durante los últimos trimestres ha contribuido a atenuar el crecimiento de la demanda de base monetaria.²³

Durante el periodo abril-junio la base monetaria presentó un incremento de 2.3 miles de millones de pesos. Por su parte, los activos internacionales aumentaron 1.5 miles de millones de dólares, alcanzando un saldo de 65.6 miles de millones al 30 de junio de 2005.²⁴ Como resultado de lo

anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó 13.1 miles de millones de pesos (Cuadro 9).

La reserva internacional se mantuvo prácticamente sin cambio durante el segundo trimestre de 2005, al registrar un incremento de 35 millones de dólares. Esto fue resultado de un aumento en la reserva bruta por 1,492 millones de dólares, el cual fue compensado casi en su totalidad por un incremento en los pasivos a menos de seis meses del Banco Central por 1,457 millones de pesos. El aumento en la reserva bruta fue principalmente el resultado neto de las ventas de divisas de PEMEX al Banco de México por 3,931 millones de dólares, de la venta de dólares a través del mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales por 1,159 millones de dólares y de la adquisición de 1,754 millones de dólares por parte del Gobierno Federal para hacer frente al servicio de sus pasivos externos.

Cuadro 9 Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
Millones

	Saldos		Flujos en 2005		
	Al 31 Dic. 2004	Al 30 Jun. 2005	Trimestre		Acumulados al 30 de Junio de 2005
			I	II	
(A) Base Monetaria (Pesos)	340,178	314,149	-28,322	2,293	-26,029
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	716,170	707,244	-720	15,368	14,648
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	64,233	65,636	-88	1,491	1,403
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-375,992	-393,095	-27,602	-13,075	-40,676
(D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] ^{3/}	61,496	61,774	242	35	277
(E) Reserva Bruta (Dólares)	64,198	65,602	-87	1,492	1,405
Pemex			2,497	3,931	6,428
Gobierno Federal			-1,087	-1,754	-2,841
Venta de dólares a la banca ^{4/}			-1,380	-1,159	-2,539
Otros ^{5/}			-117	474	357
(F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	2,701	3,829	-330	1,457	1,127

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.

III.2.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

El ahorro financiero interno (M2) aumentó durante el bimestre abril-mayo 12.3 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior. No obstante, existió una asimetría en el comportamiento de sus componentes: el crecimiento de los instrumentos más líquidos se ha venido reduciendo (medidos a través del medio circulante M1), mientras que el resto de los instrumentos incluidos en la definición de M2 han mantenido su vigor (Gráfica 26). El comportamiento del medio circulante se explica, en parte, por el incremento en las tasas de interés, que implica un aumento en el costo de oportunidad de mantener saldos líquidos.²⁵ Al respecto, cabe señalar que entre los componentes del M1, sólo los depósitos en cuenta corriente aumentaron su tasa de crecimiento anual en el bimestre abril-mayo, cuyo

comportamiento está asociado con los procesos de banca-rización a través de cuentas de nómina.

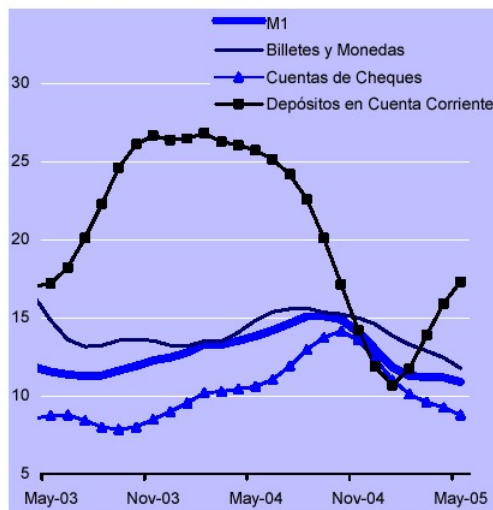
Es importante destacar que el avance a una inflación baja y estable, y las diversas reformas en materia financiera adoptadas en los últimos años, han contribuido a propiciar un mayor acceso al crédito, y a que éste se otorgue en mejores condiciones, tanto para deudores como acreedores. En particular, en cuanto a la disponibilidad de recursos para el sector privado destacan dos tendencias: a) un creciente acceso al crédito por parte de los hogares, tanto al consumo, como a la vivienda; y, b) una sustitución de pasivos por parte de las empresas, incrementándose las fuentes de financiamiento internas y reduciéndose las externas (Cuadro 10).

Gráfica 26

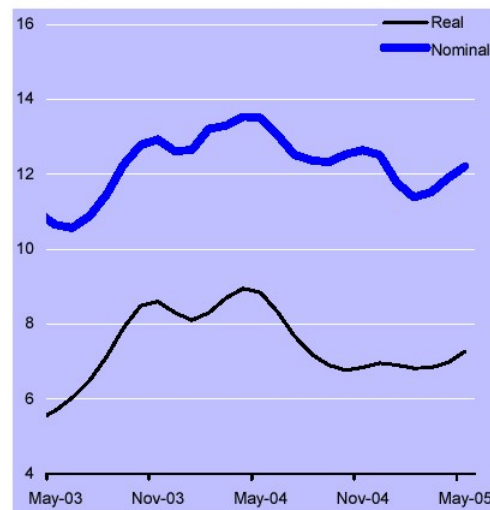
Agregados Monetarios M1 y M2

Variación anual en por ciento de saldos de tendencia

a) Componentes de M1



b) M2



En cuanto al crédito al consumo, destaca el vigor con que han crecido el otorgado a través de tarjetas de crédito y el destinado para la adquisición de bienes de consumo duradero. A este resultado han contribuido tanto la banca comercial, como otros intermediarios financieros (principalmente Sofoles) y diversos establecimientos comerciales. Por su parte, el crédito a la vivienda ha mostrado una expansión vigorosa, impulsado por diversos intermediarios financieros (bancos y Sofoles) y por los institutos de vivienda (INFONAVIT y FOVISSSTE).

En lo que respecta al acceso al financiamiento por parte de las empresas destaca: a) en los últimos trimestres se ha presentado una sustitución de pasivos, reduciéndose en importancia los externos; b) la emisión de valores en el mercado interno se ha consolidado como una fuente alternativa de financiamiento; y, c) el crédito de la banca comercial a empresas ha comenzado a repuntar (Cuadro 10 y Gráfica 27b). Con ello, las empresas tienen mayores alternativas de financiamiento, lo cual les permite administrar mejor sus riesgos de liquidez y cambiario.

Cuadro 10 Financiamiento Total al Sector Privado

	Saldos en mmp		% del PIB		Flujos en mmp		Crecimiento real anual %	
	Mar.04	Mar.05	Mar.04	Mar.05	Mar.04- Mar.05	Dic.04- Mar.05	Dic.03- Dic.04	Mar.04- Mar.05
	Financiamiento total	2,091.6	2,267.6	29.7	29.1	176.0	21.8	3.4
Externo ^{1/}	576.9	559.8	8.2	7.2	-17.1	0.9	-8.6	-7.0
Interno	1,514.7	1,707.8	21.5	21.9	193.2	20.9	8.1	8.0
Financiamiento total	2,091.6	2,267.6	29.7	29.1	176.0	21.8	3.4	3.9
Hogares	762.7	919.0	10.8	11.8	156.3	53.5	14.4	15.4
De bancos comerciales	263.5	331.9	3.7	4.3	68.4	19.4	17.0	20.7
Otras fuentes ^{2/}	499.2	587.1	7.1	7.5	87.9	34.1	13.0	12.7
Empresas	1,328.8	1,348.6	18.9	17.3	19.8	-31.7	-2.5	-2.8
Externo ^{1/}	576.9	559.8	8.2	7.2	-17.1	0.9	-8.6	-7.0
Interno	752.0	788.9	10.7	10.1	36.9	-32.6	2.1	0.5
De bancos comerciales	369.3	413.2	5.2	5.3	43.9	-1.9	4.6	7.2
Directo vigente	288.5	365.3	4.1	4.7	76.9	1.2	18.0	21.3
Directo vencido	30.8	14.6	0.4	0.2	-16.2	-0.7	-55.5	-54.6
Programas de reestructura ^{3/}	50.0	33.3	0.7	0.4	-16.8	-2.4	-33.8	-36.3
Emisión de deuda	158.1	156.1	2.2	2.0	-2.0	-6.8	5.7	-5.4
Otras fuentes ^{4/}	224.6	219.6	3.2	2.8	-4.9	-23.9	-4.0	-6.3
Memo:								
Financiamiento externo en dólares ^{5/}	51.6	50.1	--	--	-1.5	0.0	-3.1	-3.0
Hogares	762.7	919.0	10.8	11.8	156.3	53.5	14.4	15.4
Consumo	155.2	231.8	2.2	3.0	76.6	18.1	41.5	43.0
Vivienda	607.5	687.2	8.6	8.8	79.7	35.4	7.7	8.4

1/ Incluye proveedores extranjeros de empresas, crédito de banca comercial externa y otros acreedores, papel comercial, bonos y colocaciones en el exterior. Fuente: Balanza de Pagos, no incluye Pidiregas de Pemex.

2/ Incluye banca de desarrollo, intermediarios financieros no bancarios y cartera hipotecaria de Infonavit.

3/ Incluye programas del Acuerdo de Apoyo a Deudores (ADES), programas en Udis y cartera afecta al programa de participación de flujos Fobaproa.

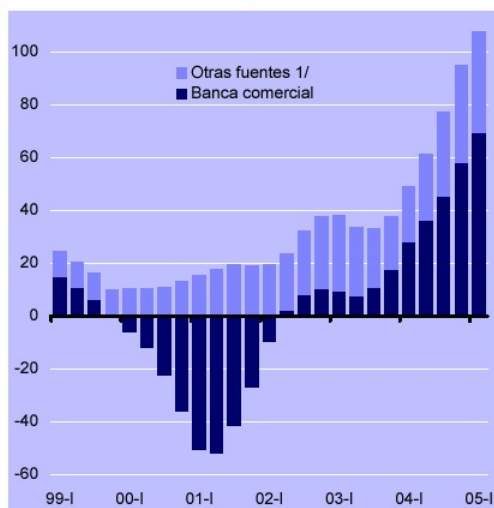
4/ Incluye banca de desarrollo, intermediarios financieros no bancarios y proveedores de emisoras.

5/ Saldos en miles de millones de dólares. Tasa de crecimiento nominal anual.

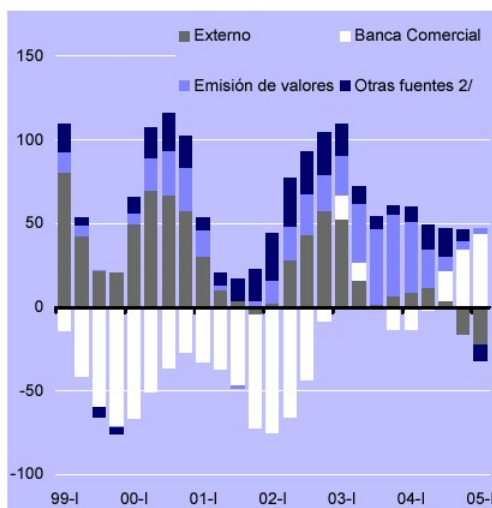
Gráfica 27 Financiamiento Total

Flujos acumulados en doce meses en m.m.p de series de tendencia

a) Financiamiento a Hogares



b) Financiamiento a Empresas



1/ Incluye financiamiento de la banca de desarrollo e intermediarios financieros no bancarios. No incluye Infonavit debido a la falta de información trimestral para todo el periodo seleccionado.

2/ Incluye banca de desarrollo, intermediarios financieros no bancarios y proveedores de emisoras.

IV. Perspectivas del Sector Privado para 2005-2006²⁶

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

Durante el segundo trimestre de 2005 los analistas económicos del sector privado modificaron sus pronósticos de las principales variables macroeconómicas. En general, en las expectativas de los consultores destacaron tres aspectos: a) una disminución de la inflación esperada, tanto en 2005 como en 2006; b) ligera revisión a la baja de la previsión sobre el crecimiento económico en 2005; y, c) una menor fortaleza de los indicadores de confianza y de clima de negocios. En lo particular, en las previsiones de junio sobresale lo siguiente: i) se anticipa un crecimiento del PIB en 2005 de 3.57 por ciento, cifra inferior a la de 3.88 por ciento recabada en la encuesta de marzo (Cuadro 11). Asimismo, para 2006 se prevé un aumento del PIB de 3.50 por ciento; ii) se calcula que en 2005 se generarán 419 mil empleos formales, y que la cifra correspondiente en 2006 se-

rá de 433 mil puestos de trabajo; iii) las expectativas acerca de las tasas de interés que prevalecerán en el país durante los próximos meses se revisaron muy ligeramente al alza con relación a las recabadas en marzo pasado; iv) el nivel esperado para el tipo de cambio del peso mexicano al cierre de 2005 se ajustó a la baja; y, v) se estiman saldos deficitarios moderados en 2005 de las balanzas comercial y de la cuenta corriente.

Los analistas encuestados en el segundo trimestre de 2005 continuaron señalando que los dos principales factores que podrían obstruir el ritmo de la actividad económica durante los próximos meses son la falta de avances en la instrumentación de las medidas pendientes de cambio estructural y la incertidumbre política interna. Los consultores reiteraron que el avance en el primero de esos dos factores contribuiría a inducir mayores niveles de inversión y, consecuentemente, a alcanzar mayores tasas de crecimiento económico.

Cuadro 11 Expectativas del Sector Privado: Marzo y Junio de 2005^{1/}

	Marzo 2005	Junio 2005		Marzo 2005	Junio 2005
Crecimiento del PIB Real en México			Tipo de Cambio (Pesos por dólar, cierre de año)		
2005	3.88%	3.57%	2005 Encuesta Banxico	11.68	11.40
2006	3.64%	3.50%	Futuros ^{2/}	11.69	11.07
Déficit Comercial (Millones de dólares)			2006 Encuesta Banxico	12.04	11.79
2005	12,239	10,451	Mezcla Mexicana de Petróleo (Dólares por barril en promedio)		
Déficit de la Cuenta Corriente (Millones de dólares)			2005 Encuesta Banxico	30.93	38.08
2005	13,944	12,070	Incrementos Salariales		
2006	16,247	15,405	Para Julio 2005	4.51%	4.33%
Inversión Extranjera Directa (Millones de dólares)			Para Agosto 2005	4.46%	4.37%
2005	13,750	14,270	Índice de Confianza y de Clima de los Negocios		
2006	13,599	13,548	1998=100 ^{3/}	135.5	119.9

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

2/ Los futuros del tipo de cambio corresponden al 31 de marzo y al 30 de junio de 2005.

3/ Nivel promedio en el primero y segundo trimestres.

IV.2. Expectativas sobre la Inflación

Durante el segundo trimestre de 2005 los especialistas del sector privado revisaron a la baja sus expectativas sobre la inflación para diferentes horizontes. Así, la previsión para la inflación general en 2005 se ubicó en 3.79 por ciento en la encuesta de junio, inferior a la recabada en marzo pasado (3.95 por ciento). En cuanto a la inflación subyacente que se anticipa para el cierre de año, ésta se redujo de 3.67 por ciento en marzo, a 3.42 por ciento en junio. Por otra parte, de marzo a junio del presente año las tasas de infla-

ción esperadas se redujeron de 3.96 a 3.93 por ciento para 2006; y de 3.84 a 3.76 por ciento tanto para 2007, como para la tasa promedio anual en el periodo 2006-2009 (Gráfica 21).

V. Balance de Riesgos y Conclusiones

Para lo que resta de 2005 el Banco de México prevé un escenario económico que se sustenta en los siguientes elementos:

a) Las perspectivas de crecimiento para la economía mundial continúan siendo positivas, si bien se anticipa un ritmo de expansión inferior al observado en 2004. Por lo que se refiere a la economía de los Estados Unidos, se prevé que en 2005 ésta mantendrá un ritmo de crecimiento cercano a su potencial. No obstante, es importante destacar que las expectativas de crecimiento en su sector industrial para el año en curso se han reducido considerablemente, de niveles cercanos a 4.2 por ciento a finales del cuarto trimestre del 2004, a 3.4 por ciento en la información más reciente.

b) Es previsible que se mantenga un entorno propicio para el acceso a financiamiento por parte de emisores soberanos y privados, tanto en los mercados externos, como en moneda local.

A partir de las consideraciones anteriores, y con base en la información más reciente, el ejercicio de pronóstico arroja el siguiente escenario para 2005:

Crecimiento: Se estima que el crecimiento económico se situará entre 3.25 y 3.75 por ciento.

Empleo: Se anticipa que la generación de empleos en el sector formal será aproximadamente de 430 mil plazas.²⁷

Cuenta Corriente: Se espera un déficit moderado en la cuenta corriente de la balanza de pagos, de alrededor de 1.5 por ciento del producto.

Inflación: Se anticipa que la inflación general anual continuará su tendencia decreciente y que se ubicará, al cierre del año, por abajo del 4 por ciento. Esto último, siempre y cuando no se presenten situaciones de extrema volatilidad, sobre todo en lo que se refiere al componente no subyacente del INPC. Al respecto, cabe señalar:

a) Los precios del grupo de las frutas y verduras presentaron aumentos considerables durante el segundo semestre de 2004, como consecuencia de condiciones climáticas extremadamente adversas. Por tanto, en la medida en que no se repitan dichas condiciones, es previsible que la inflación anual de estos genéricos disminuya en el segundo semestre del año. No obstante, debe enfatizarse que los precios de este grupo de productos se caracterizan por una volatilidad muy elevada y difícil de anticipar.

b) El comportamiento reciente de los precios internacionales de los productos cárnicos, así como sus cotiza-

ciones a futuro, sugieren que la tasa de crecimiento anual de los precios internos de estos alimentos podría reducirse en los meses siguientes.

c) Se espera que el impacto del alza en las cotizaciones internacionales de los energéticos sobre el subíndice de precios de los bienes y servicios administrados sea limitado y se concentre principalmente en el genérico electricidad. Ello obedece a lo siguiente: i) los precios de las gasolinas en las ciudades fronterizas se encuentran prácticamente en el mismo nivel que los precios que rigen al interior de la República, por lo que el impacto sobre la inflación de nuevas alzas en los precios internacionales de este combustible estaría acotado; ii) los precios a futuro del gas LP muestran un comportamiento relativamente estable, por lo que se espera que los incrementos en los precios internos de este combustible se fijen en la proximidad de la cota inferior del intervalo de posible variación determinado por las autoridades (0.75 a 1.75 por ciento mensual); y, iii) en contraste, las tarifas eléctricas de alto consumo (DAC) se determinan conforme a una fórmula en la que se incluyen los precios de diversos energéticos. Entre éstos figura de forma relevante el gas natural, por lo que su alza de precios podría afectarlas.

d) Se anticipa que la inflación anual del subíndice de precios de bienes concertados se mantendrá en un nivel cercano al registrado, en promedio, durante el primer semestre de 2005.

e) En el tercer trimestre del año se anticipa una baja en la variación anual del subíndice de precios de la educación, al entrar en vigor los incrementos correspondientes al nuevo ciclo escolar. Sin embargo, se espera que el ritmo de crecimiento de las colegiaturas continúe superando al del INPC.

Por lo que se refiere a la inflación subyacente, se espera que para el resto de 2005 ésta sea ligeramente menor a su nivel promedio registrado en el primer semestre del presente año. Sin embargo, se anticipa que la contribución a dicha inflación del subíndice de precios de las mercancías disminuya, y que ocurra lo contrario con la del subíndice de precios de los servicios. En particular, destaca:

a) Se prevé que la reducción esperada de la variación anual de los precios de las mercancías refleje menores aumentos de precios del grupo de los alimentos procesados, a su vez resultado de las menores presiones observadas

para este tipo de productos a nivel mundial. Por otra parte, se considera que la inflación del resto de las mercancías podría mostrar cierta tendencia lateral.

b) La inflación subyacente de los servicios podría incrementarse moderadamente en lo que resta del año. Por un lado, los precios de los servicios distintos de los de la vivienda han mostrado cierta tendencia al alza, entre otras razones, como secuela de los aumentos de precios de diferentes genéricos que son utilizados en su elaboración. Por otro, se espera que el crecimiento anual de los precios de la vivienda exhiba un comportamiento lateral durante el tercer trimestre y que, en el cuarto, registre un incremento moderado debido a la reducción en la base de comparación.

A pesar de que en los meses recientes ha mejorado el panorama para la inflación, es necesario resaltar que el proceso de convergencia de ésta hacia su objetivo aún enfrenta retos importantes. A saber:

a) Las expectativas de mediano plazo para la inflación general todavía se encuentran en niveles superiores al 3 por ciento.

b) Los precios del crudo y otros energéticos, así como sus cotizaciones a futuro, han alcanzado niveles elevados.

c) A pesar de que la información disponible no permite identificar presiones de consideración sobre la inflación provenientes de la demanda agregada, se anticipa que por tercer trimestre consecutivo, el crecimiento anual del gasto interno haya superado al del producto, si bien su diferencia se redujo en el segundo trimestre del año.

Al respecto, el Banco de México continuará vigilante de que no surjan presiones inflacionarias por el lado de la demanda, y de que permanezca acotado el impulso alcista sobre los precios derivado de los choques de oferta que se presentaron el año pasado. En este sentido, la Junta de Gobierno del Instituto reitera su convicción de conducir la política monetaria a fin de propiciar condiciones monetarias que induzcan la convergencia de la inflación hacia su meta.

A continuación se describen los principales factores de riesgo a los que se considera está sujeto el escenario base.

En primer lugar, cabe la posibilidad de que la actividad económica en los Estados Unidos se desacelere de manera más pronunciada, si bien los indicadores oportunos sugieren que ésta se fortaleció hacia finales del trimestre. Esta posibilidad se podría derivar en caso de que se presionaran aún más los precios del crudo y sus derivados, o bien, de que se presentara una caída considerable en los precios de los bienes raíces, lo que podría conducir a un ajuste en el ritmo de expansión del consumo. Ante tales escenarios, la economía mexicana se vería impactada por una menor demanda de sus exportaciones, con lo cual se reducirían las perspectivas de crecimiento y de generación de empleos. Adicionalmente, en el caso en el que la desaceleración económica tuviera su origen en mayores incrementos de los precios de los energéticos, este hecho también podría tener consecuencias adversas sobre la inflación.

Un segundo factor de riesgo está relacionado con la posibilidad de que el elevado déficit de la cuenta corriente de los Estados Unidos se torne insostenible. En este caso se podrían generar fuertes presiones recesivas a nivel mundial y un incremento considerable de la volatilidad en los mercados financieros internacionales. Ello podría afectar significativamente a las economías emergentes.

Un tercer factor de riesgo se refiere a la posibilidad de que la participación de China y de otras economías asiáticas en la producción manufacturera global continúe sistemáticamente desplazando a este tipo de actividad, tanto en los Estados Unidos, como en México. Este riesgo, derivado en parte de la falta de avances para impulsar la competitividad de nuestro país, tendría graves consecuencias. Debe recordarse que, en el caso de México, el sector industrial, y en especial el manufacturero, han jugado un papel preponderante en el crecimiento de la economía desde principios de los años noventa.

Finalmente, algunos analistas han destacado que la incertidumbre política en México podría incrementarse al irse aproximando el proceso electoral del 2006, lo cual podría dar lugar a una mayor volatilidad en nuestros mercados financieros. Al respecto, es importante destacar que se han reducido significativamente las vulnerabilidades de la economía nacional, con lo cual ésta se encuentra en una mejor posición para hacer frente a posibles perturbaciones, ya sean éstas de índole externa, o interna.

De esta manera, se manifiestan los beneficios de contar con un firme anclaje macroeconómico, del cual la política monetaria ha sido un elemento fundamental.

La estabilidad es una condición indispensable, pero no la única, que se requiere para un crecimiento sostenido. En este contexto, se hace patente una vez más la necesidad de avanzar en la agenda de cambio estructural que aún está pendiente en México. La actividad económica necesita urgentemente un marco regulatorio moderno, que se traduzca en mayores incentivos para la inversión, en mejoras en la productividad, en un aumento en la demanda de empleo y, por ende, en mayores tasas de crecimiento económico.

En la medida en la que se alcancen consensos amplios y con una visión de largo plazo en materia de reformas, todavía se está a tiempo de revertir los rezagos de competitividad que, en los últimos años, ha acumulado la economía mexicana frente a otras economías emergentes. Así, un mayor avance en materia de reforma estructural permitirá aprovechar más adecuadamente las oportunidades que brinda la posición estratégica de nuestro país, y abriría mayores márgenes de maniobra para fortalecer las políticas sociales.

Notas:

1. Las tarifas domésticas de alto consumo se actualizan mensualmente de acuerdo a la siguiente fórmula: $F = 0.8 * TIP + 0.2 * TCC$. El primer término de la ecuación (TIP), se compone de tres subíndices del Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) que se promedian aritméticamente, y que son: Maquinaria y Equipo, Industrias Metálicas Básicas, y Otras Industrias Manufactureras. El segundo término (TCC) representa el costo de los combustibles que se utilizan para la generación de electricidad. Los referidos energéticos son: combustóleo importado y nacional; gas natural; diesel industrial; y, carbón importado y nacional.
2. La tasa de variación anual del Índice del Costo de la Construcción Residencial fue -1.69 por ciento en junio de 2005, mientras que en marzo del mismo año ésta resultó de 3.60 por ciento.
3. Ejemplo de ellos son los siguientes: pañuelos desechables, cortinas, acumuladores, plumas y lápices, y plaguicidas, entre otros.
4. Cabe destacar las reducciones del subíndice del INPP de las industrias metálicas básicas y del precio del combustóleo que PEMEX vende a la CFE.
5. Ver Informe Trimestral sobre la Inflación: Enero – Marzo 2005, página 8.
6. Al 22 de julio, el precio por barril para el WTI y la mezcla mexicana era de 57.85 y 44.41 dólares, respectivamente.
7. Se refiere al incremento en abril-mayo frente a enero-febrero, anualizado.
8. La encuesta en la que se basa esta proyección fue anterior al anuncio del incremento de 3.9 por ciento registrado por la producción industrial en junio de 2005.
9. En junio de 2005 el empleo en la industria manufacturera era de 14.27 millones de plazas, cifra que se compara con la de 17.03 millones de febrero de 2001, justo antes del inicio de la recesión.
10. La inflación del deflactor tiende a ser más baja que la del índice de precios al consumidor debido a las diferentes metodologías con las cuales se construyen. La del primero utiliza el método de encadenamiento, mientras que la del segundo se basa en el de Laspeyres. Las autoridades estadounidenses publican también un índice de precios al consumidor calculado con el método de encadenamiento, cuyas cifras son parecidas a las del deflactor.
11. El índice de la Reserva Federal para el tipo de cambio efectivo frente a las principales monedas es un promedio de las cotizaciones de esas divisas ponderado por la importancia del comercio de cada país con los Estados Unidos.
12. El tipo de cambio frente a las principales monedas registró al 22 de julio una apreciación de 0.2 por ciento frente al nivel del cierre de junio.
13. De fines de junio al 22 de julio, los índices Dow Jones y NASDAQ aumentaron en 3.7 y 6.0 por ciento, respectivamente.
14. En el informe de política monetaria del Banco de la Reserva Federal al Congreso del 20 de julio de 2005, las proyecciones de tendencia central estiman el crecimiento anual del PIB en 3.5 por ciento para el cuarto trimestre de 2005 y en un rango de 3.25 a 3.5 por ciento para el último trimestre de 2006. Asimismo, la Reserva Federal proyecta crecimientos a tasa anual del deflactor subyacente del consumo en un intervalo de 1.75 a 2.0 por ciento en el último trimestre de 2005 y 2006.
15. Las autoridades chinas anunciaron una revaluación inicial del renminbi de 2 por ciento en relación al dólar e indicaron que se permitirá una fluctuación diaria frente a esta moneda de ± 0.3 por ciento alrededor de la paridad central publicada por el banco central al cierre del día previo. Asimismo, se dio a conocer el establecimiento de una banda de fluctuación del renminbi respecto de otras monedas, no obstante, no se ha publicado la composición de la canasta de referencia.
16. Los índices de márgenes soberanos cayeron de manera abrupta a mediados de junio, lo que reflejó el reemplazo que llevó a cabo JP Morgan en dichos índices de parte de los bonos en incumplimiento de

Argentina por nuevos bonos reestructurados. Así, el 14 de junio el subíndice de Argentina cayó más de 5,700 puntos base, situándose en 906 pb, con lo cual el EMBI+ compuesto cayó 52 pb, para situarse en 316 pb, mientras que el EMBI+ Latin cayó 86 puntos base, para situarse en 367 puntos base en ese mismo día. Con objeto de aislar este evento de las tendencias fundamentales de los índices, se toma como referencia el EMBI+ que excluye a Argentina.

17. En el caso del sector comercio la productividad se calcula en función de las ventas y el personal ocupado, por lo que el indicador resultante no es estrictamente comparable con el de la industria manufacturera que emplea, en su elaboración, la producción y el personal ocupado.

18. La ENOE reemplazará en un futuro a dos encuestas: La Encuesta Nacional de Empleo (ENE) que tiene periodicidad trimestral y representación nacional y a la Encuesta Nacional de Empleo Urbano que es mensual y cubre a 32 ciudades.

19. La última información oficial disponible sobre la evolución del PIB y de la oferta y demanda agregadas se refiere al primer trimestre de 2005. En dicho periodo sobresalieron los crecimientos anuales del consumo privado (5.4 por ciento) y de la formación bruta de capital (de 6.5 por ciento). Esto último como resultado de un significativo incremento anual de la inversión pública (18.6 por ciento) y, en menor medida, de la efectuada por el sector privado (4.4 por ciento). Por su parte, las exportaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento a tasa anual de 4.8 por ciento, que resultó más moderada que la registrada en el trimestre previo.

20. Cabe recordar que en 2004 los días de asueto de la Semana Santa cayeron en el segundo trimestre del año, lo cual redujo el número de días hábiles en ese lapso. En contraste, en el presente año ese periodo vacacional se ubicó en el primer trimestre. Lo anterior implicó que el segundo trimestre de 2005 contara con un mayor número de días laborales. Ello contribuyó a acrecentar el ritmo de crecimiento de las exportaciones no petroleras y de las importaciones de mercancías (y a disminuir las correspondientes tasas anuales en el primer trimestre).

21. Cabe comentar que en el año en curso el volumen exportado de crudo ha disminuido ligeramente. Así, en el primer semestre de 2005 dicho volumen resultó en promedio de 1.831 millones de barriles diarios, mientras que en igual periodo de 2004 se había ubicado en 1.838 millones de barriles diarios.

22. Promedio de saldos diarios. Para el PIB se utiliza el promedio de los últimos cuatro trimestres (II 2004 a I 2005).

23. La evidencia histórica permite constatar que en economías con una inflación baja: i) los efectos de las perturbaciones sobre el ingreso o la

tasa de interés se reflejan con mayor lentitud sobre la demanda de dinero; y, ii) dicha demanda tiende a volverse más sensible a cambios en la tasa de interés. Ver Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2003.

24. Las definiciones de activos internacionales y reserva internacional pueden ser consultadas en el Glosario del Comunicado de Prensa sobre el Estado de Cuenta del Banco de México (publicación semanal).

25. Por ejemplo, el diferencial entre la tasa de interés de la captación a plazo y la líquida se incrementó en 189 puntos base de mayo 04 a mayo 05. Si se considera el diferencial entre la captación líquida y la tasa promedio que pagan los CETES a 28 días el incremento fue de 212 puntos base.

26. 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.

27. Cabe señalar que la actividad económica incide con un rezago en la generación de empleo formal, ya que en el corto plazo suelen aumentar de manera más significativa las horas-hombre trabajadas que el número de trabajadores. Conforme la recuperación de la actividad económica se mantiene, ello se refleja en una mayor demanda de trabajo.»