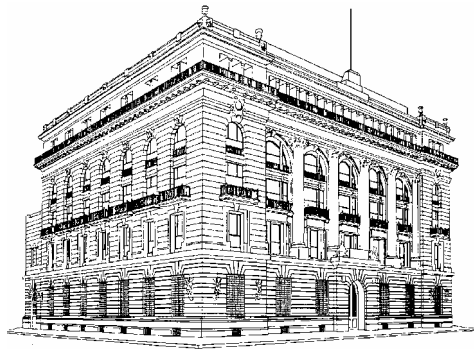


Informe sobre la Inflación

Enero – Marzo 2004



BANCO DE MEXICO

ABRIL, 2004

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÚEMEZ 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 2004. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

INDICE

I. Introducción	1
II. Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2004	5
II.1. Evolución Reciente de la Inflación	5
II.2. Evolución de los Distintos Indicadores de Inflación	7
II.2.1. Inflación Anual	7
II.2.2. Inflación Mensual	12
II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor	13
II.3. Principales Determinantes de la Inflación	13
II.3.1. Entorno Externo	13
II.3.2. Precio del Petróleo	14
II.3.3. Evolución de la Economía de los Estados Unidos	15
II.3.4. Evolución de la Economía en el Resto del Mundo	19
II.3.5. Remuneraciones, Salarios y Empleo	22
II.3.6. Oferta y Demanda Agregadas	27
II.3.7. Balanza de Pagos y Flujos de Capital	32
II.4. La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2004	35
II.4.1. Acciones de Política Monetaria	35
II.5. Agregados Monetarios y Crediticios	41
II.5.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales	41
II.5.2. Agregados Monetarios y Financiamiento	43
III. Perspectivas del Sector Privado para 2004	47
III.1. Pronósticos sobre la Actividad Económica y sobre otras Variables que Influyen en la Inflación	47
III.2. Expectativas sobre la Inflación	49
IV. Balance de Riesgos y Conclusiones	50

I. Introducción

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

El entorno descrito ha sido propicio para la reactivación, también cíclica, de la economía de México. Al respecto, cabe mencionar el ascenso en el ritmo de la actividad industrial y manufacturera. Ello se debe, en gran medida, a la mayor demanda externa, como lo demuestra la recuperación de las exportaciones no petroleras. Por el lado del gasto interno se ha mantenido el vigor del consumo, y la inversión ha comenzado a mostrar una mejoría, después de tres años de variaciones anuales negativas. El empleo se ha venido recuperando en el sector formal desde septiembre del año anterior (con datos desestacionalizados). Adicionalmente, la composición de los empleos creados tiende a mejorar, como lo muestra el incremento gradual del número de asegurados permanentes en el IMSS.

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

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

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

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

Al respecto, conviene señalar que los diversos indicadores de expectativas de inflación no anticipan que dichos choques tendrán un efecto de consideración sobre la inflación en el mediano y largo plazos. No obstante, el deterioro observado en las expectativas para 2004 podría complicar la convergencia de la inflación hacia su meta de 3 por ciento, en la medida en que llegara a afectarse la determinación de otros precios en la economía (efectos de segundo orden). Esto último es particularmente relevante para las negociaciones salariales: en el primer trimestre del año, en cuyo periodo se lleva a cabo una parte importante de las revisiones salariales, se observaron incrementos en los salarios contractuales mayores a los registrados en el último trimestre de 2003.

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

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

- (a) Por una parte, el alza reciente en los precios de los productos pecuarios podría revertirse en la medida en que su oferta se regularice, contribuyendo a deshacer el impacto inflacionario inicial. Se prevé su ocurrencia considerando que ya se ha liberado la importación de diversos productos cárnicos de los Estados Unidos (tanto carne de bovino sin hueso, como pollo y pastas de pavo para la elaboración de embutidos), al tiempo que está en proceso de expansión la parvada avícola productora de huevo.
- (b) Por otra parte, con excepción de aquellos bienes cuyos precios están referenciados internacionalmente, en general los incrementos en los precios administrados y concertados tienden a ser de carácter permanente; ello significa que sus impactos en términos de inflación anual se mantienen durante doce meses. Al respecto, cabe señalar que para el resto del año no se vislumbran ajustes adicionales de consideración en los precios de los bienes y servicios administrados y concertados por el sector público.

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

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

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

II. Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2004

II.1. Evolución Reciente de la Inflación

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

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

Destacan los siguientes puntos:

- (a) La inflación no subyacente anual tuvo una trayectoria muy volátil a lo largo del trimestre, con aumentos significativos en enero y febrero y una baja en marzo. Tales movimientos estuvieron determinados por altibajos en las cotizaciones anuales de las frutas y verduras, así como por tasas anuales de inflación crecientes de los productos pecuarios y de los bienes y servicios administrados y concertados.¹
- (b) El comportamiento de los precios de las frutas y verduras fue consecuencia de que no se materializó la estacionalidad histórica de los últimos años, acorde a la cual ocurre una fuerte baja de los precios en febrero. En esta ocasión, se observaron inflaciones mensuales ligeramente negativas en enero y febrero, acompañadas de una mayor caída en marzo.
- (c) Los precios de los productos pecuarios se vieron presionados al alza tanto por el incremento en sus cotizaciones internacionales, como por las prohibiciones

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

de las autoridades mexicanas a la importación de carne de bovino y de ave de los Estados Unidos, que entraron en vigor, respectivamente, en la última semana de diciembre de 2003 y la última semana de febrero del año en curso. Estas prohibiciones se acordaron ante los brotes de diversas epidemias en dicho país. No obstante, las citadas medidas fueron relajadas parcialmente el 3 de marzo para la carne de bovino y el día 8 del mismo mes para la carne de ave.

- (d) En lo referente a los bienes y servicios administrados y concertados, se observaron los siguientes incrementos de precios: ajustes a las tarifas del transporte urbano (particularmente en el D.F. y en el Estado de México); actualizaciones de las contribuciones de agua y predial en algunos municipios de la República y aumentos en las gasolinas en las ciudades fronterizas del país. Asimismo, el precio del gas doméstico se ha venido deslizando a una tasa superior a la meta de inflación.
- (e) La inflación subyacente anual se redujo debido a las menores variaciones de los precios de los servicios. En esto último destaca el menor crecimiento de los precios en los grupos de diversión y viajes, servicios de alimentación, y salud y cuidado personal.
- (f) La tasa de crecimiento anual del subíndice de precios de la vivienda disminuyó a un ritmo menor que el resto de los servicios subyacentes. Ello en virtud de que la moderación que se registró en las rentas, consecuencia de una mayor oferta de casas-habitación, fue atenuada por un incremento en el costo de la construcción residencial (productos metálicos, alambre, varilla, cemento y concreto premezclado).
- (g) Durante enero y febrero, la inflación subyacente anual de las mercancías mantuvo la ligera tendencia alcista que inició desde el último trimestre de 2002. Con todo, parece que dicha tendencia pudiera comenzar a moderarse, toda vez que el ritmo de aumento de los precios de los alimentos y de otras mercancías descendió en marzo con respecto a febrero.
- (h) El crecimiento a tasa anual del Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de mercancías y servicios finales excluyendo al petróleo resultó mayor que al cierre del trimestre anterior. Ello refleja los aumentos de precios

registrados en los siguientes sectores: agropecuario, silvicultura y pesca, minería, industria manufacturera (en el ramo de industrias metálicas básicas) y construcción.

II.2. Evolución de los Distintos Indicadores de Inflación

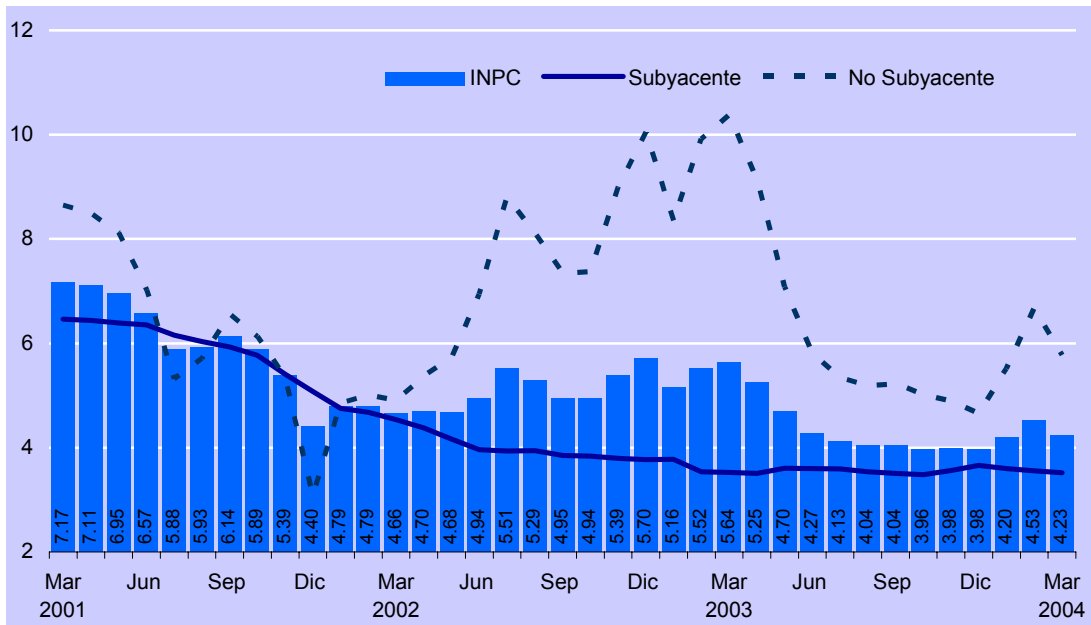
II.2.1. Inflación Anual

En marzo de 2004, la inflación anual del INPC fue de 4.23 por ciento. Este resultado implicó un aumento de 0.25 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2003. Por su parte, en el primer trimestre del año la inflación subyacente anual se redujo 0.14 puntos porcentuales, con lo que se ubicó en 3.52 por ciento. Así, el incremento de la inflación general anual fue consecuencia del aumento de 1.12 puntos que registró en el periodo el componente no subyacente del INPC (Gráfica 1). Al respecto, cabe señalar que la diferencia entre la inflación general anual y la subyacente se amplió de 0.32 puntos porcentuales en diciembre de 2003, a 0.71 puntos en marzo de 2004 (Cuadro 1).

Gráfica 1

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

Variación anual en por ciento



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

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

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

Cuadro 2

**Variación Trimestral del INPC y sus Componentes
Marzo 2004 – Diciembre 2003**

Por ciento y puntos porcentuales

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

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

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

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

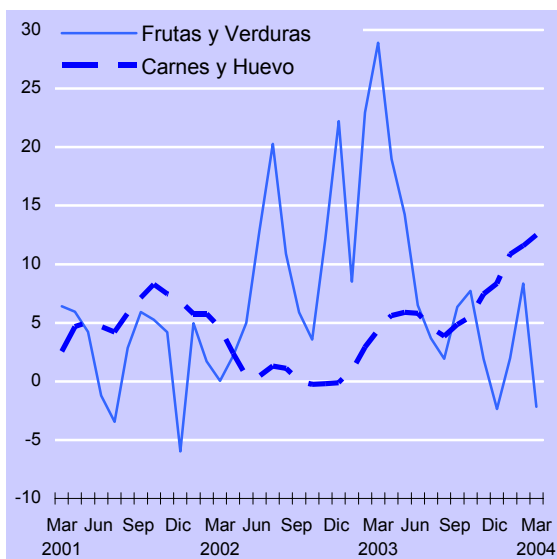
Por su parte, los aumentos observados en los precios de bienes y servicios concertados suelen tener un efecto permanente sobre el nivel del INPC (por ejemplo, alzas al transporte urbano), lo que implica que su impacto sobre la inflación anual se mantiene durante doce meses (Gráfica 2).

Gráfica 2

Índice no Subyacente de Productos Agropecuarios y de Bienes y Servicios Administrados y Concertados

Variación anual en por ciento

a) Productos Agropecuarios



b) Bienes y Servicios Administrados y Concertados



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

No obstante, en el periodo de referencia la inflación subyacente anual mostró una ligera reducción, al caer la de los servicios más que lo que aumentó la de las mercancías. Este último subíndice cerró el trimestre con una inflación anual de 2.78 por ciento; asimismo, su inflación acumulada en los primeros tres meses del año resultó de 1.25 por ciento, derivada de incrementos acumulados de 2.33 por ciento en los precios de los alimentos y de 0.51 por ciento en los del resto de las mercancías. En el trimestre que se analiza, el aumento acumulado que experimentaron los precios de los alimentos explica aproximadamente el 76 por ciento del incremento mostrado por los precios de las mercancías. Asimismo, al igual que en el trimestre anterior, unos cuantos genéricos fueron los que originaron la elevada inflación acumulada

de los alimentos procesados, bebidas y tabaco, ya que en dicho periodo el incremento de los precios de tan sólo seis de ellos explica el 58 por ciento del aumento de la inflación acumulada del grupo (cerveza, cigarrillos, pan dulce, leche, tortilla de maíz y aceites y grasas vegetales) (Gráfica 3). En particular, cabe mencionar el impacto alcista de la modificación del IEPS sobre el precio de los cigarrillos.²

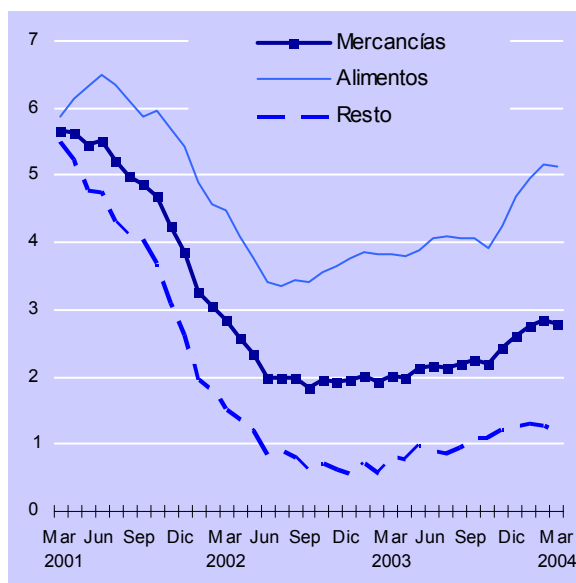
La tasa de crecimiento anual del subíndice subyacente de los servicios presentó en el periodo una disminución de 0.49 puntos porcentuales con relación a su nivel de diciembre de 2003. Este resultado se explica por el desempeño favorable de la mayor parte de los genéricos que integran al referido subíndice.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

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

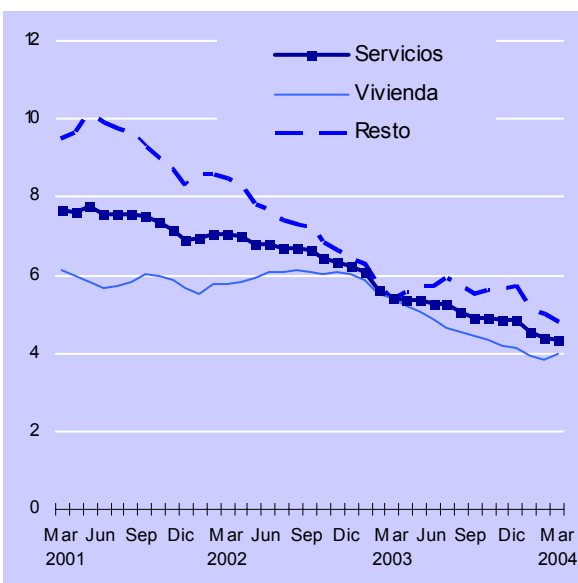
³ El genérico vivienda propia del INPC se construye considerando tres estratos de ingreso mensual de las familias: hasta tres salarios mínimos, de tres a seis y de más de seis. Para el primer estrato se utiliza al Índice del Costo de la Construcción Residencial como referencia del costo de vivienda.

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

a) Mercancías



b) Servicios



II.2.2. Inflación Mensual

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

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

Cuadro 3 Inflación Mensual Observada y Esperada

Por ciento

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

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

II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor

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

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

II.3. Principales Determinantes de la Inflación

II.3.1. Entorno Externo

Durante el primer trimestre de 2004, la combinación de políticas macroeconómicas expansivas, condiciones financieras favorables y una mejoría de la confianza estimuló la demanda global. El crecimiento económico mundial, impulsado en particular por la expansión de los Estados Unidos y de las economías

asiáticas, resultó en un fortalecimiento del comercio internacional y en un incremento en los precios de los bienes primarios. Esta mejoría en la situación económica mundial continuó pese al incremento adicional en los precios del petróleo. En este entorno, la economía mexicana se desarrolló en un panorama externo favorable. Por un lado, el repunte de la producción industrial en los Estados Unidos, aunque tardío, ha permitido la reactivación de las exportaciones mexicanas. Por otro lado, el aumento en el precio de la mezcla mexicana de petróleo y la disminución en los márgenes soberanos (que se mantuvieron por debajo de los 200 puntos base en la mayor parte del trimestre), constituyeron factores positivos para el desempeño de la economía nacional.

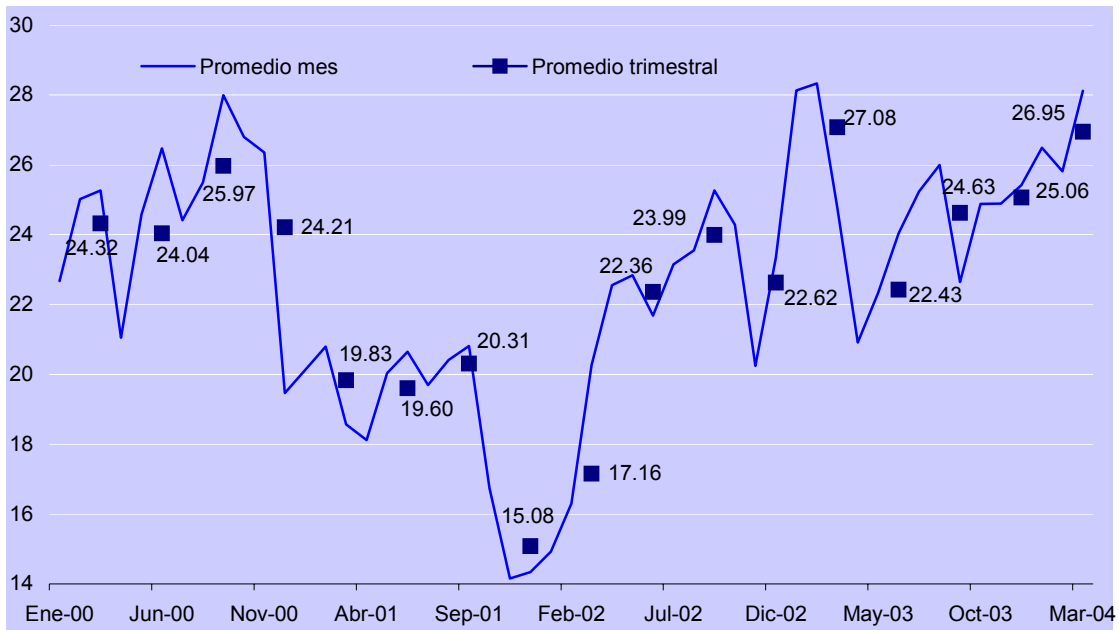
II.3.2. Precio del Petróleo

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

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

Gráfica 4

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



Fuente: PMI.

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

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

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

En el primer trimestre de 2004, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés)

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

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

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

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

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

Cuadro 4

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

Variación anual en por ciento

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

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

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

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

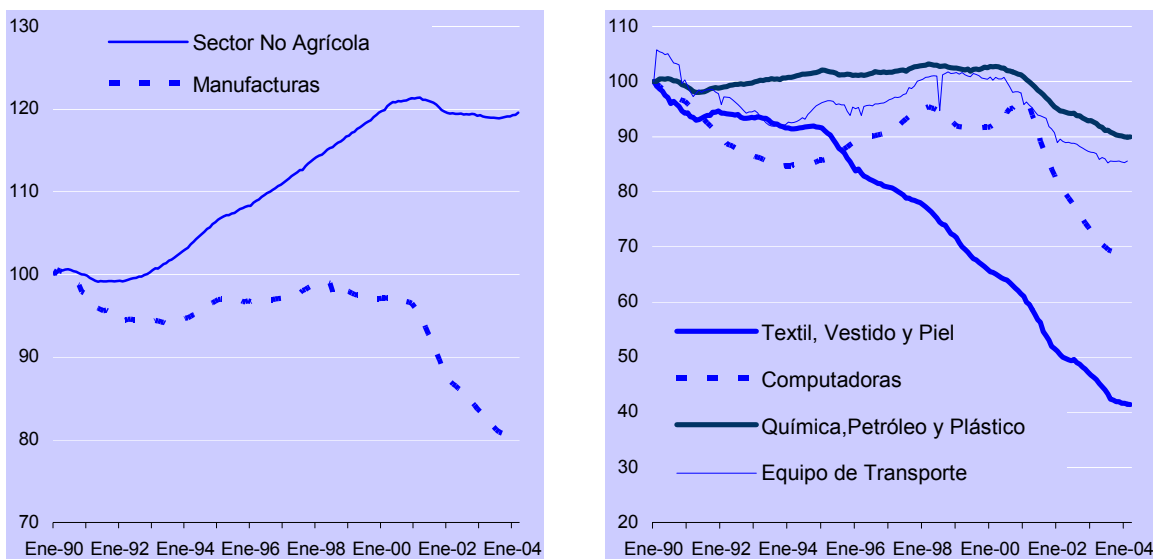
A pesar de que con datos mensuales la producción industrial cayó ligeramente en marzo, interrumpiendo la fase de expansión iniciada en el segundo semestre de 2003, las cifras del periodo enero-marzo de 2004 superaron las expectativas de los analistas. El sector industrial creció 6.6 por ciento a tasa trimestral anualizada (la expectativa según Consensus Forecasts en abril, antes de publicarse la información de marzo, era de un aumento de 6.4 por ciento), la expansión más sólida desde el segundo trimestre de 2000. Cabe resaltar que la producción manufacturera estadounidense, de gran importancia para México por su impacto en la demanda de las exportaciones del país, también registró un fuerte repunte. En este contexto, la capacidad utilizada en el sector industrial alcanzó durante el primer trimestre del año su nivel más elevado (76.5 por ciento en promedio) desde el tercer trimestre de 2001. Adicionalmente, el índice de gerentes de compras del sector manufacturero (ISM por sus siglas en inglés) continuó ubicándose por encima de 60 puntos, lo cual apunta a una expansión firme de la producción industrial en los próximos meses.⁷

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

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

ventas al menudeo en el estado de California y por eventos positivos en la industria de la construcción a raíz del mejor clima. La tasa de desempleo finalizó el periodo en 5.7 por ciento, mismo nivel que el registrado en diciembre de 2003.

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



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

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

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

En general, los analistas proyectan para el mediano plazo un crecimiento equilibrado de la economía estadounidense, acompañado de bajas tasas de inflación, si bien persisten los

riesgos derivados de los elevados déficit externo y fiscal. Es importante destacar que las proyecciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) anticipan una reducción en el déficit fiscal de 4.2 por ciento del PIB en el año fiscal 2004, a 2.1 por ciento en el año fiscal 2006. Este panorama, de materializarse, contribuiría de manera importante a aliviar los riesgos asociados a los referidos déficit, lo cual favorecería una expansión sostenida de la economía estadounidense.

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

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

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

Variación anual en por ciento

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

1/ Variación trimestral anualizada en por ciento de series ajustadas estacionalmente.
Fuente: Consensus Forecasts del 8 de diciembre de 2003, 8 de marzo de 2004 y del 5 de abril de 2004.

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

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

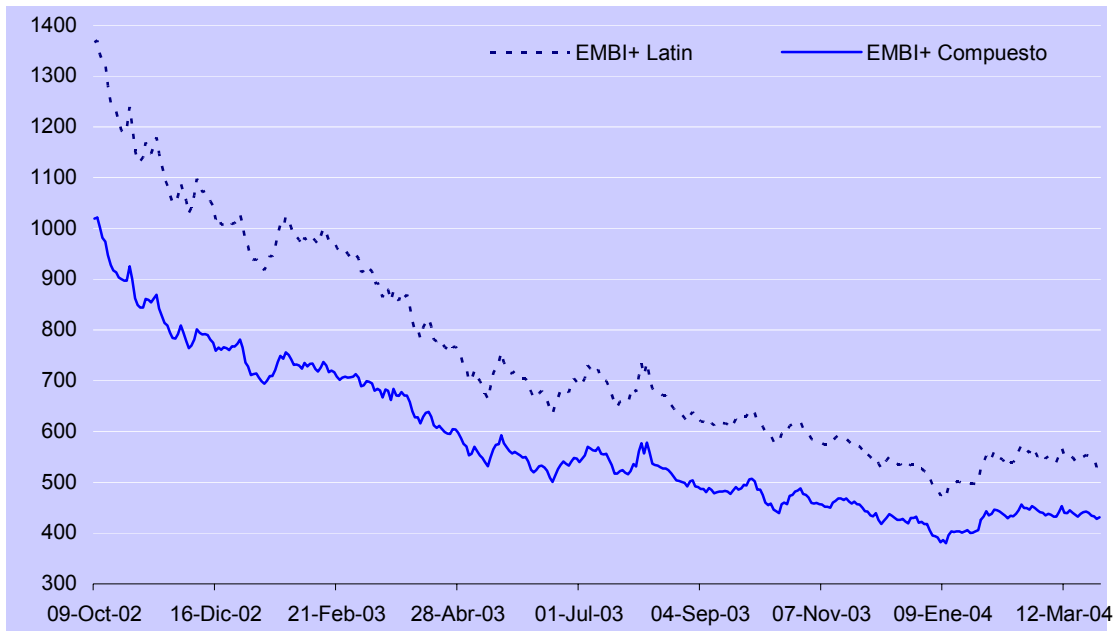
La mejoría en las condiciones de financiamiento externo para los países en desarrollo continuó en el último trimestre de 2003, periodo en el cual se observó un incremento en las colocaciones de deuda de estos países (principalmente bonos). De esta forma, las entradas netas de capitales privados a las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

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

Gráfica 6

Márgenes Soberanos de Deuda de Países Emergentes y de América Latina

Puntos base



Fuente: J.P. Morgan

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

La situación económica en América Latina continúa recuperándose, gracias a un ambiente externo más favorable y a los esfuerzos de estabilización llevados a cabo en algunos países de la región. Para la zona latinoamericana en su conjunto, se pronostica un crecimiento ligeramente superior a 4 por ciento en 2004 (1.5 por

ciento en 2003). La economía de Argentina creció 8.7 por ciento en 2003, mientras que en el 2002 había registrado una contracción de 10.9 por ciento. La inflación ha descendido sustancialmente y en marzo se ubicó en 2.3 por ciento a tasa anual. En Brasil, se han llevado a cabo importantes esfuerzos de estabilización y reforma. Aunque en 2003 la economía registró una caída de 0.2 por ciento, en los últimos meses del año hubo señales de un repunte que se han fortalecido en los primeros meses de 2004. La inflación se encuentra en niveles de un dígito y el Banco Central ha bajado gradualmente la tasa de referencia a medida que las presiones inflacionarias han cedido. Los analistas proyectan que en 2004 las economías de Argentina y Brasil alcanzarán tasas de crecimiento de 6.7 y 3.4 por ciento, respectivamente.

II.3.5. Remuneraciones, Salarios y Empleo

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

II.3.5.1. Remuneraciones

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

Cuadro 6 Remuneraciones por Trabajador
Variación anual en por ciento

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

^{1/} Se refiere a la Industria Manufacturera No Maquiladora.
Fuente: Cálculos del Banco de México con información del INEGI.

Por su parte, durante el primer mes de 2004 la productividad laboral mostró variaciones anuales positivas en todas las actividades analizadas. Asimismo, en enero el costo unitario de

la mano de obra disminuyó en la industria manufacturera y el sector comercio, mientras que en la actividad maquiladora tuvo un ligero incremento (Cuadro 7).

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

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

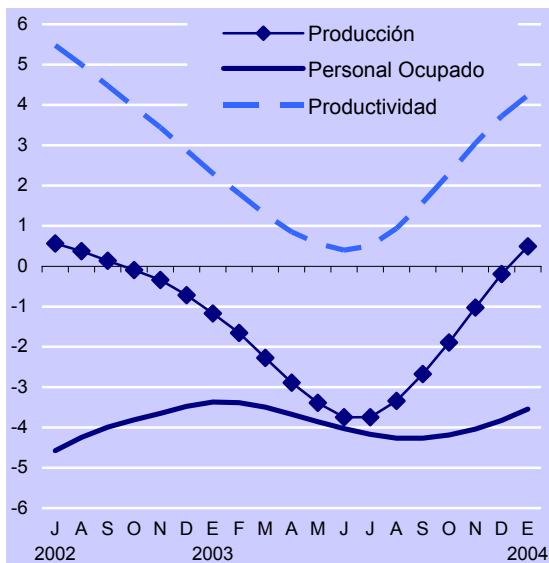
^{1/} Se refiere a la Industria Manufacturera No Maquiladora.
Fuente: Cálculos del Banco de México con información del INEGI.

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

Gráfica 7 Industria Manufacturera no Maquiladora

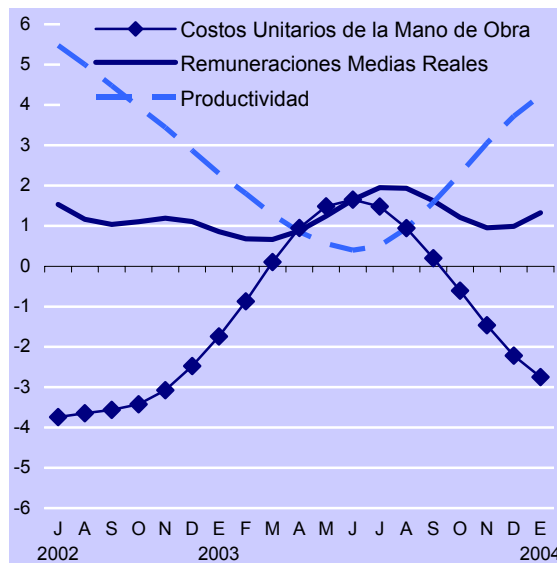
a) Producción, Personal Ocupado y Productividad

Tendencia. Variación anual en por ciento



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

Tendencia. Variación anual en por ciento



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

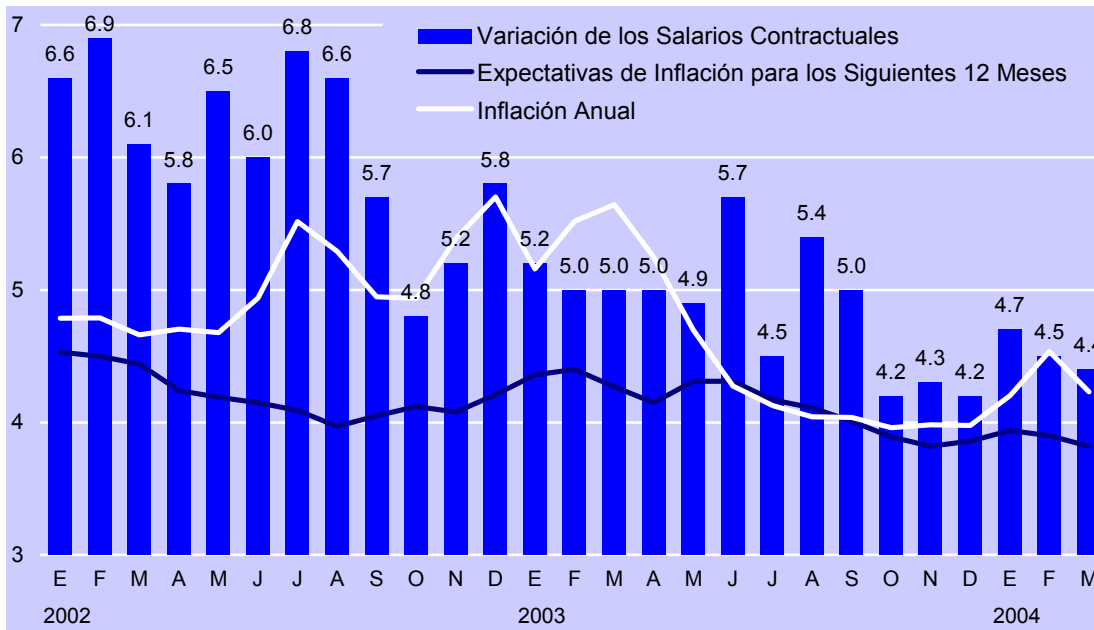
II.3.5.2. Salarios Contractuales

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

El repunte en el salario contractual durante el trimestre pudo haber estado influido por los aumentos en la inflación esperada para el año. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que mientras que varias de las perturbaciones de oferta que incidieron en los precios durante el primer trimestre del año obedecieron a situaciones de carácter temporal, los aumentos que se otorgan a los salarios contractuales son permanentes. Como es evidente, esto

podría encarecer el costo laboral de las empresas y, en consecuencia, dificultar el combate a la inflación, la generación de empleos y los esfuerzos por mejorar la competitividad de la economía nacional (Gráfica 8). Adicionalmente, se considera que las negociaciones salariales no están reflejando las condiciones de holgura que todavía prevalecen en el mercado laboral, lo cual es un obstáculo para la creación de empleos.

Gráfica 8 Salarios Contractuales e Inflación
Por ciento



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

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

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

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social.
1/ Promedio ponderado por el número de trabajadores beneficiados en el periodo.

II.3.5.3. Empleo

La mejoría que registró la actividad económica hacia finales del 2003 y en el primer trimestre de 2004, tuvo como

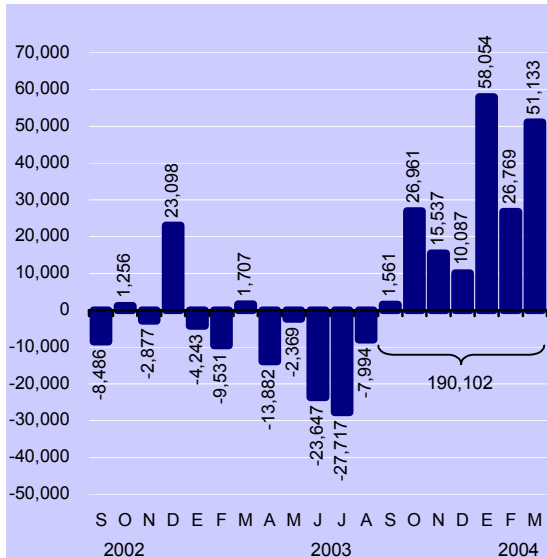
contrapartida un aumento en el empleo en el sector formal. Sin embargo, la recuperación de la producción no resultó suficientemente vigorosa como para evitar que algunos otros indicadores del mercado laboral presentaran un deterioro en el periodo, en particular, el correspondiente a la tasa de desempleo.

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

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

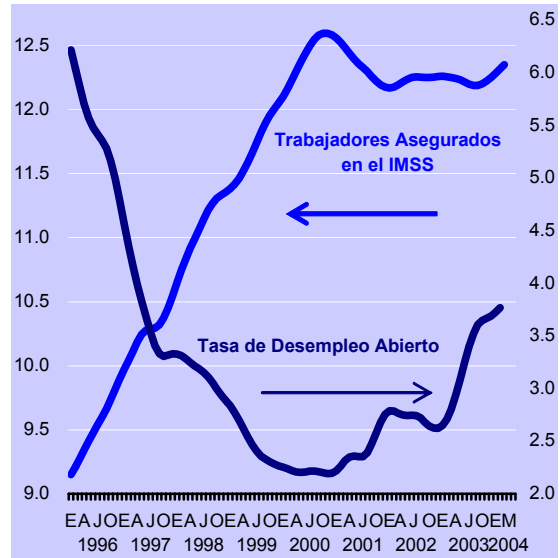
Variación anual en número de trabajadores

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



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

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



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

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

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

II.3.6. Oferta y Demanda Agregadas

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

En síntesis, en la información del primer trimestre de 2004 sobresalen los siguientes aspectos:

- (a) La evolución de la demanda interna se caracterizó por la continuidad de la expansión del gasto de consumo privado y por una incipiente reactivación de la inversión. El dinamismo del gasto de consumo resultó notorio en los distintos indicadores de ventas. Así, en el primer bimestre del año las ventas al menudeo aumentaron 3.6 por ciento a tasa anual, alcanzando catorce meses consecutivos con tasa positiva. Por su parte, las ventas de la ANTAD registraron en el primer trimestre del año un crecimiento anual de 8.6 por ciento, que superó al observado en el cuarto trimestre de 2003 (7 por ciento). En el primer trimestre de 2004, también las ventas internas de vehículos presentaron una mejoría a tasa anual al incrementarse 9.4 por ciento, como reflejo, sobre todo, de una mayor adquisición de unidades importadas.
- (b) En contraste con la debilidad que observó la inversión en el periodo 2001-2003, dicho renglón mostró un avance en el primer trimestre del año. Ello como resultado de incrementos en su componente de maquinaria y equipo, ya que, de hecho, el renglón de construcción había presentado una expansión a lo largo de 2003. Por su parte, en enero la inversión registró un incremento anual de 1.7 por ciento, que con datos desestacionalizados implicó tres meses seguidos con variación mensual positiva. La inversión en construcción mantuvo una expansión anual significativa de 4.1 por ciento en el primer bimestre del año, que al igual que en 2003, respondió en parte a la construcción en vivienda y en obra pública en infraestructura. Por su parte, en el primer trimestre del año las importaciones de bienes de capital aumentaron en 5.9 por ciento a tasa anual.
- (c) La demanda externa continuó mejorando en el primer trimestre de 2004. Tal desempeño resulta notorio tanto en el crecimiento anual que registraron las exportaciones no petroleras, como en el aumento que reportan las cifras de Estados Unidos relativas a sus importaciones de productos mexicanos.
- (d) Por el lado de la producción, en el primer bimestre del año el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) tuvo un crecimiento anual de 2.7 por ciento. Éste se derivó de aumentos de todos sus componentes,

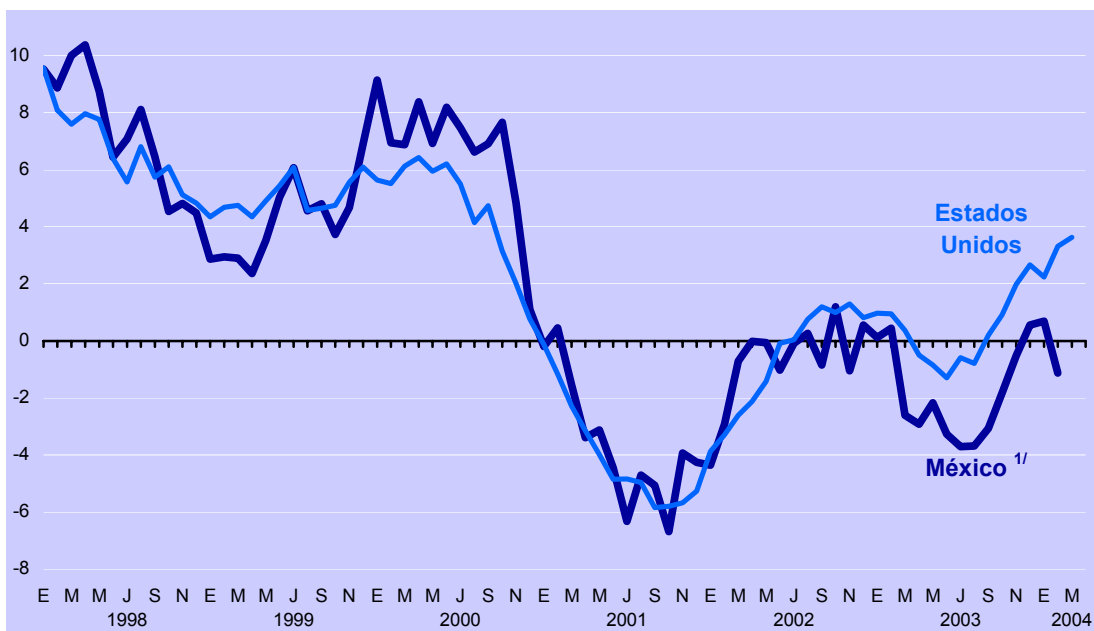
sobresaliendo los sectores agropecuario y de servicios, mientras que el industrial observó un ligero aumento a tasa anual. Se estima que en marzo el crecimiento anual del IGAE haya superado al registrado en enero y febrero.

- (e) La producción industrial y la manufacturera registraron en febrero tasas de crecimiento anuales respectivas de 2.2 y 1.2 por ciento. La actividad manufacturera fue afectada en ese mes por un fuerte descenso anual de la producción de la industria automotriz. A pesar de ello, para el cierre de febrero tanto la producción industrial como la manufacturera habían alcanzado en los últimos cinco meses, con datos desestacionalizados, incrementos acumulados de 2 y 1.9 por ciento, respectivamente. No obstante, la reactivación manufacturera en los últimos meses ha resultado menos vigorosa que la registrada por tal actividad en los Estados Unidos (Gráfica 10).
- (f) Durante el primer trimestre del año los distintos indicadores sobre confianza y clima de los negocios mostraron un avance significativo, en comparación con sus niveles del trimestre precedente. Así, el Índice de Confianza de los Analistas del Sector Privado superó, en promedio, en 18.4 por ciento al nivel registrado el trimestre precedente y, en el caso del Índice de Confianza de las Empresas Manufactureras, su avance fue de 5.9 por ciento. Asimismo, el Índice de Confianza del Consumidor, que se había debilitado en la segunda mitad del año pasado, ya presentó en el bimestre febrero-marzo un repunte a tasa anual.
- (g) Los indicadores adelantados para la economía mexicana elaborados por el Banco de México y por The Conference Board continuaron acrecentándose en los primeros dos meses de 2004. Sus variaciones a tasa anual permiten anticipar que la recuperación de la actividad económica se mantendrá durante los próximos meses del año.

Gráfica 10

Producción Manufacturera: México y Estados Unidos

Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados



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

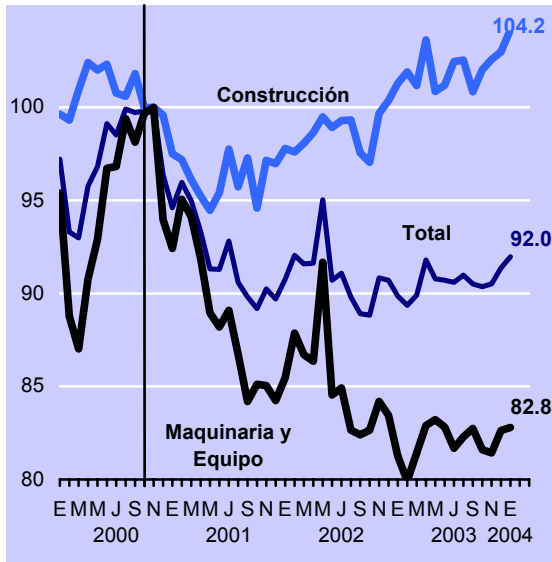
El amplio espectro de indicadores con evolución reciente positiva sugiere que, en el primer trimestre de 2004, el producto y la demanda agregada habrán alcanzado crecimientos a tasa anual superiores a los registrados en el trimestre previo. En lo que corresponde a la demanda interna, la expansión del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

Gráfica 11

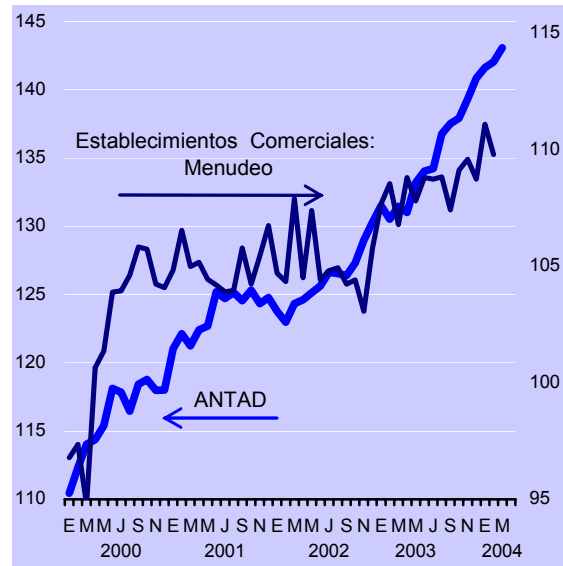
Indicadores de Inversión y de Gasto de Consumo

Datos desestacionalizados

a) Inversión Fija Bruta
Noviembre de 2000=100



b) Ventas en Establecimientos Comerciales
1994=100



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

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

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

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

II.3.7. Balanza de Pagos y Flujos de Capital

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

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

El déficit de la balanza comercial en el primer trimestre de 2004 fue de 427 millones de dólares, nivel superior al de 75 millones registrado en el trimestre comparable del año previo. El déficit en el primer trimestre del año se ubicó por razones

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

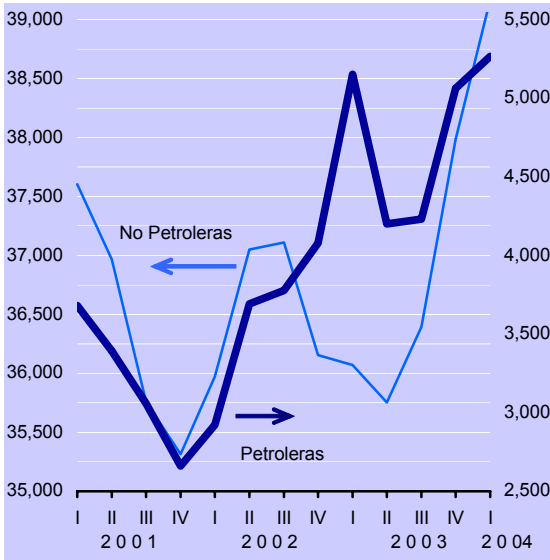
estacionales muy por debajo del de 2,648 millones observado en el trimestre inmediato anterior.

Gráfica 12

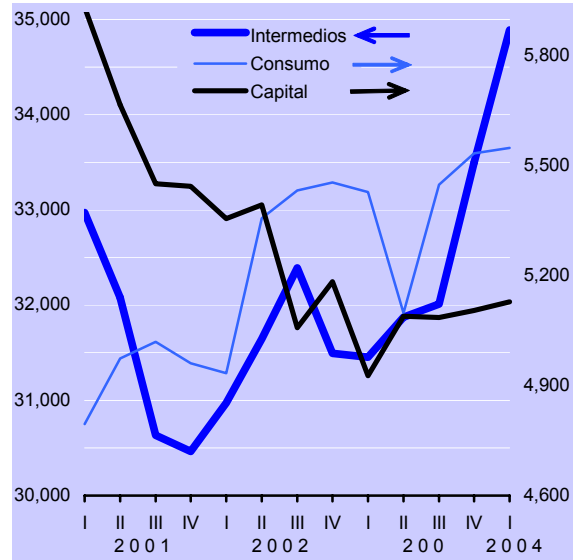
Comercio Exterior

Series desestacionalizadas, millones de dólares

a) Exportaciones



b) Importaciones



Fuente: Banco de México.

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

Las exportaciones de México al mercado de los Estados Unidos presentaron un incremento durante los últimos meses. Sin embargo, este aumento fue inferior a la expansión que mostraron las exportaciones de sus otros socios comerciales a ese país. Cabe señalar, al respecto, que en el primer bimestre de 2004 la participación de los productos mexicanos dentro de las importaciones de mercancías de los Estados Unidos fue de 10.94 por ciento, nivel inferior que el de 11.4 por ciento en igual periodo

de 2003. Esto se derivó de que, en el primer bimestre del año, dichas exportaciones mexicanas aumentaron 4.58 por ciento a tasa anual, mientras que las adquisiciones totales de ese país en el exterior crecieron 8.96 por ciento. Ese resultado fue determinado en parte por la reducción en las exportaciones mexicanas de petróleo a ese país. No obstante, al excluir estas últimas, el escenario para las ventas en ese mercado de productos mexicanos mejora solo un poco, ya que en el bimestre las exportaciones sin petróleo de México a los Estados Unidos crecieron 5.76 por ciento, cifra menor al incremento de 8.44 por ciento que observó el total de esas adquisiciones por parte de dicho país. Así, no parece haberse atenuado el deterioro del desempeño relativo de las exportaciones de México a ese mercado. Debe advertirse que es probable que las cifras anteriores estén reflejando una pérdida de competitividad de la economía mexicana.

En este sentido, resulta significativo que algunos de los cambios estructurales que no se han logrado en México ya se han alcanzado en varias de las naciones emergentes con las que el país compite en los mercados del exterior. De esta manera, la postergación de medidas y reformas estructurales podría estar erosionando la posición competitiva de México en el exterior, hacer que el país desaproveche el acceso preferencial que ha logrado gracias a los tratados comerciales que ha suscrito y debilitar la actividad exportadora.

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

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

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

Según cifras preliminares, el ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares registró en el primer trimestre

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

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

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

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

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

II.4.1. Acciones de Política Monetaria

El Banco de México sigue un esquema de objetivos de inflación en el diseño de su política monetaria. Como se ha mencionado en otros informes, uno de los elementos más

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

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

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

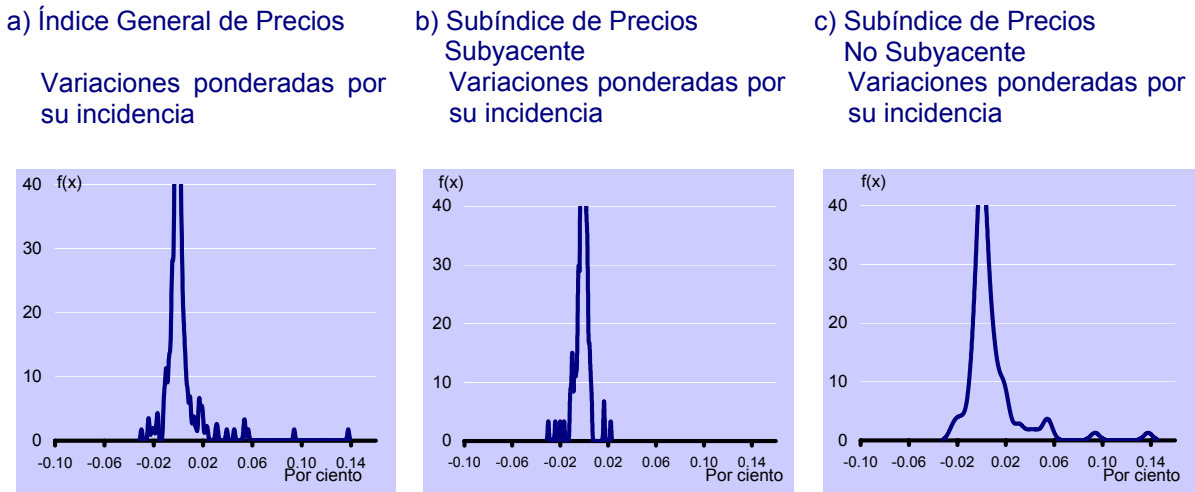
⁹ Los precios relativos se definen como el índice de precios de cada genérico (desestacionalizado) dividido entre el INPC (desestacionalizado).

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

promedio, propiciando que el intervalo donde se ubica el total de las observaciones sea comparativamente más amplio). Por otra parte, el mismo ejercicio se realiza por separado para los 232 genéricos del subíndice de precios subyacentes (Gráfica 13b), y para los 83 genéricos del subíndice de precios no subyacentes (Gráfica 13c).

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

Gráfica 13 Distribución de Variaciones Trimestrales en Precios Relativos

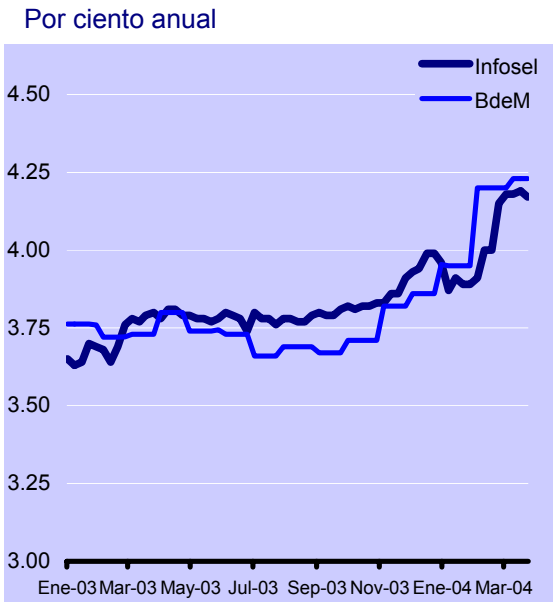


Si bien a principios de año se había previsto que en algunos meses de 2004 se podrían presentar perturbaciones de oferta susceptibles de ubicar temporalmente a la inflación anual por arriba de 4 por ciento, la magnitud y duración de los choques observados han sido mayores a las previstas. Lo anterior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

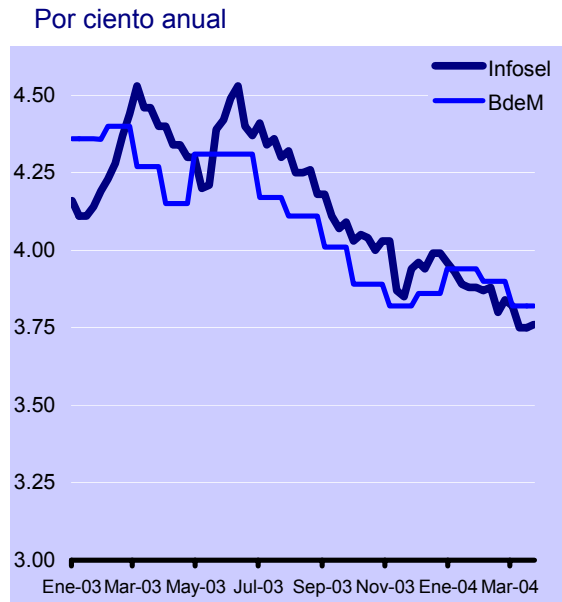
Los aumentos observados en algunos precios relativos durante el primer trimestre del año deberían tener solamente un efecto temporal sobre la inflación. En este sentido, cabe destacar que, ante dichas perturbaciones, las expectativas de inflación para el mediano (siguientes doce meses y cierre de 2005)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

Gráfica 14 Expectativas de Inflación

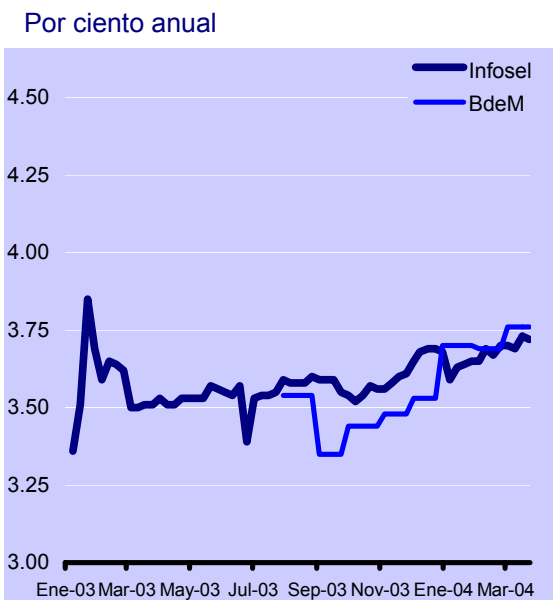
a) Expectativas de Inflación para 2004



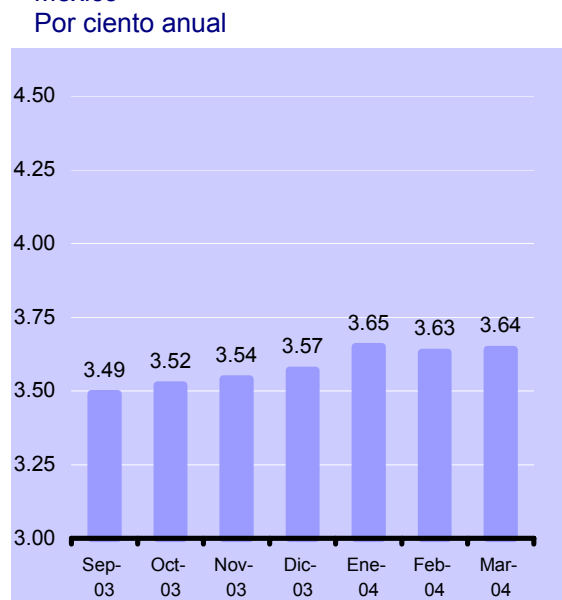
b) Expectativas de Inflación para los próximos 12 meses



c) Expectativas de Inflación para 2005



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



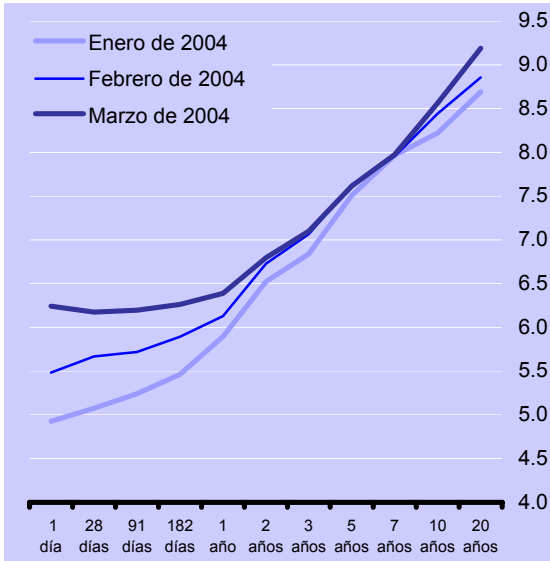
Si bien los indicadores de las expectativas de inflación no anticipan que los choques de oferta observados tengan un efecto significativo sobre la inflación en el mediano y largo plazos, el deterioro de las expectativas para 2004 podría complicar la convergencia de la inflación hacia su meta de 3 por ciento. Ello en la medida en que llegara a afectarse la determinación de otros precios en la economía (efectos de segundo orden), especialmente las negociaciones salariales. Al respecto, es importante mencionar que en el primer trimestre del año se observaron incrementos en los salarios contractuales mayores a los convenidos en el último trimestre de 2003 (ver Sección II.3.5.2). A su vez, ello es particularmente relevante si se toma en cuenta que en los primeros meses del año se lleva a cabo una parte importante de las revisiones salariales.

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

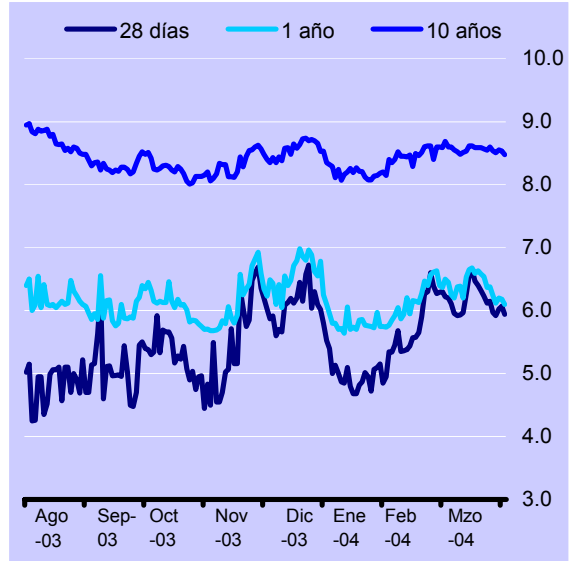
Con respecto al tipo de cambio, en términos generales, su comportamiento fue relativamente estable durante el trimestre. Cabe destacar que durante algunas semanas se experimentaron episodios en los que aumentó la volatilidad de la paridad, pero aquélla fue, en general, menor a la de la cotización dólar/euro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

Gráfica 15 Tasas de Interés de Valores Gubernamentales

a) Curva de Rendimiento Por ciento



b) Mercado Secundario Por ciento



Gráfica 16 Tipos de Cambio y su Volatilidad

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



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



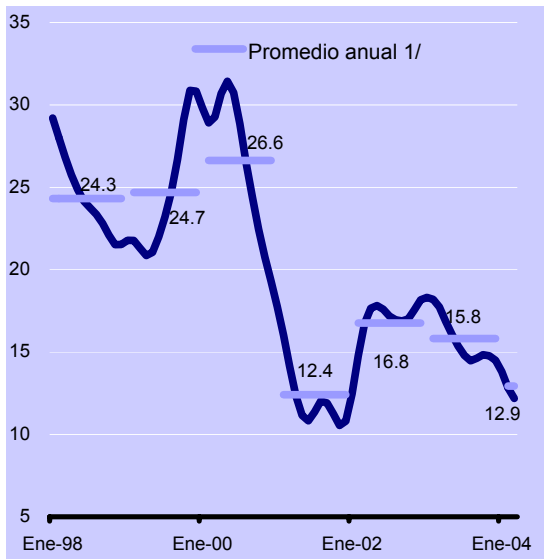
II.5. Agregados Monetarios y Crediticios

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

Durante el primer trimestre del 2004, la base monetaria creció en promedio a una tasa anual de 13.2 por ciento, incremento menor al observado en el trimestre previo (14.5 por ciento de variación anual en octubre – diciembre 2003).¹¹ Cabe señalar que si bien su velocidad de circulación continúa disminuyendo, lo hace a un ritmo cada vez menor. Como se ha detallado en informes previos, este proceso es consecuencia, principalmente, de la baja sustancial en las tasas de interés en los últimos años (Gráfica 17).

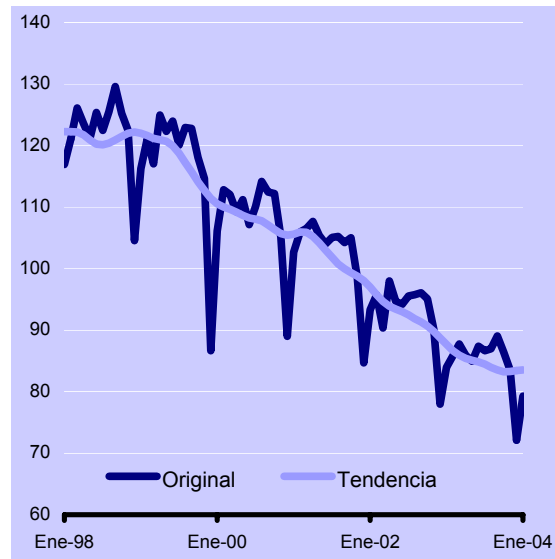
Gráfica 17 Base Monetaria

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



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

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



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

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

¹¹ Variaciones calculadas sobre el promedio de saldos diarios.

Cuadro 10

Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
Millones

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

acumulación de reservas netas del periodo trimestral previo, una vez descontadas las ventas realizadas en dicho lapso. Sin embargo, dicho monto será vendido por partes iguales durante los cuatro trimestres subsecuentes.¹⁵

II.5.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

En cuanto a los instrumentos de captación líquida en moneda nacional se aprecian dos fenómenos. Por un lado, una tasa de crecimiento elevada, que muestra que el proceso de remonetización se ha presentado tanto en la base monetaria como en otros instrumentos líquidos (Gráfica 18).¹⁶ Por otro lado, destaca el incremento en el número de contratos en este tipo de instrumentos, el cual pasó de 31.7 millones en diciembre de 2002 a 36.4 millones al cierre de 2003. A pesar de lo anterior, al parecer la población mantiene un bajo uso de medios de pago distintos al efectivo, ya que las tarjetas de débito se utilizan, principalmente, para el retiro de efectivo en cajeros automáticos. Así, del total del monto de operaciones que se hacen con tarjetas bancarias (tarjetas de crédito y débito), el 88 por ciento corresponden a los referidos retiros.

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

Durante el primer bimestre del año continuó el dinamismo del crédito otorgado a los hogares, que se presentó en 2003. A esto han contribuido las reducciones en las tasas de interés y la aparición de una gama de productos especializados, muchos de ellos con esquemas de tasas fijas, que se han podido desarrollar gracias al menor riesgo inflacionario percibido por los demandantes y oferentes de crédito (Cuadro 11). El crédito directo vigente de la banca comercial al consumo y a la vivienda tuvo variaciones reales anuales en febrero de 2004 de 45.9 y 9 por ciento, respectivamente. Este comportamiento contrasta con la debilidad del crédito directo bancario a las empresas, el cual tuvo

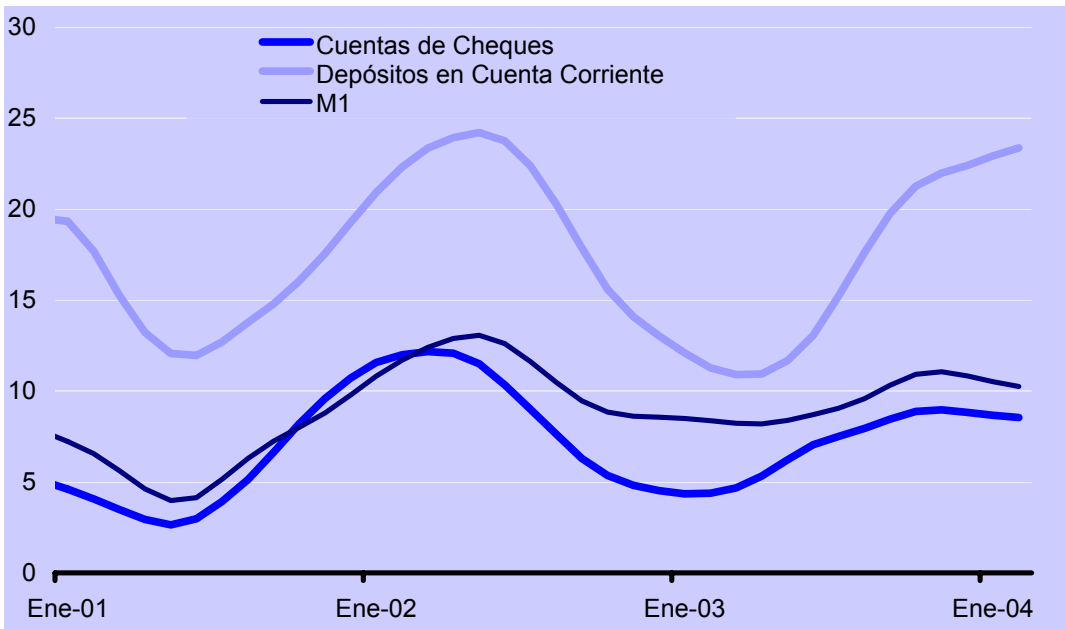
¹⁵ El Banco de México anunció que durante el periodo del 3 de mayo al 30 de julio de 2004 subastará diariamente 22 millones de dólares (ver comunicado de prensa del Banco de México del 20 de abril del 2004). Esta cantidad ya refleja las recientes adecuaciones al mecanismo de venta de dólares referidas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

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

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

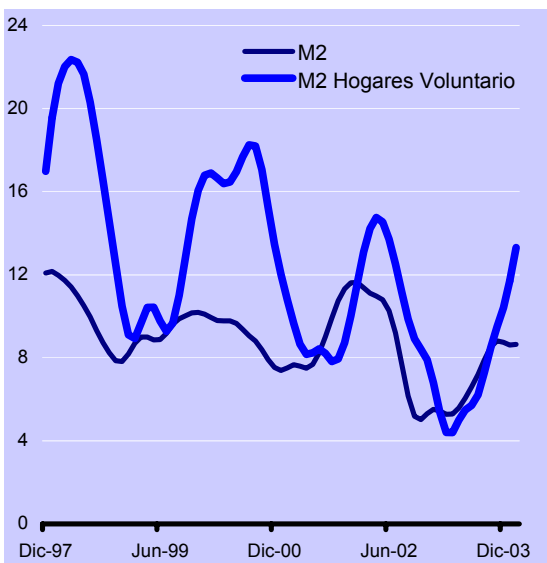
una variación real anual de -4.4 por ciento en febrero. Así, a pesar de que la actividad económica comenzó a repuntar desde el cuarto trimestre del 2003, ello aún no se ve reflejado en un mayor crédito bancario a empresas (Gráfica 20a).

Gráfica 18 Agregado Monetario M1 en Moneda Nacional
Variación anual en por ciento de las series de tendencia

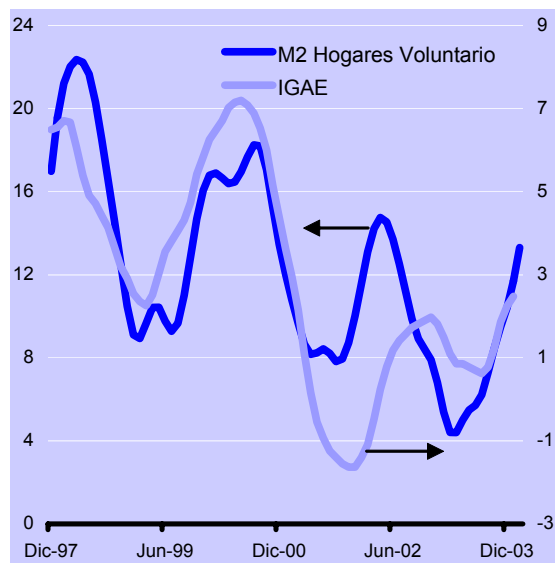


Gráfica 19 Agregado Monetario M2

a) Agregado Monetario M2
Variación real anual en por ciento de las series de tendencia



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



Cuadro 11

Tasas de Interés Activas y Pasivas
Diciembre de cada año en por ciento anual

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

1/ Tasa promedio de créditos a plazo de quince años.
n.d. No disponible.
Fuente: Banco de México e Infosel.

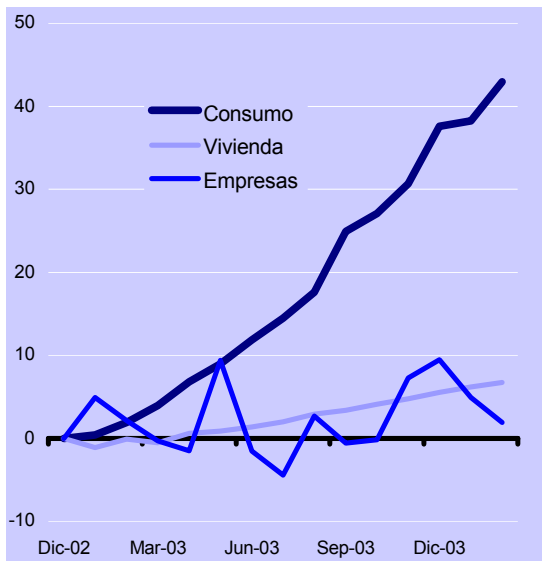
Una fuente de recursos para las empresas que volvió a tomar vigor durante el primer trimestre del año, fue la colocación neta de títulos de deuda en el mercado interno, la cual aumentó 15 mil millones de pesos en dicho periodo. A su vez, las empresas y organismos públicos, así como los estados y municipios,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

Gráfica 20

Crédito Directo Vigente de la Banca Comercial y Valores

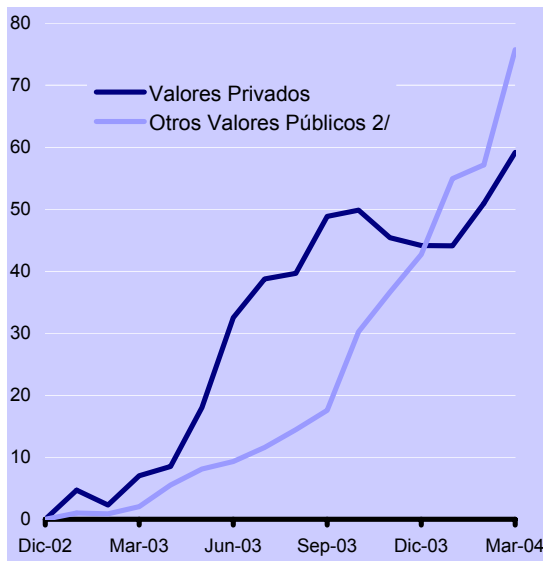
a) Crédito al Sector Privado^{1/}

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



1/ No incluye programas de reestructura.

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



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

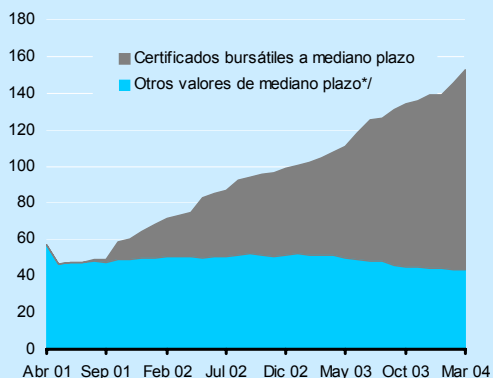
Recuadro 1

Principales Características de los Certificados Bursátiles

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

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

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



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

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

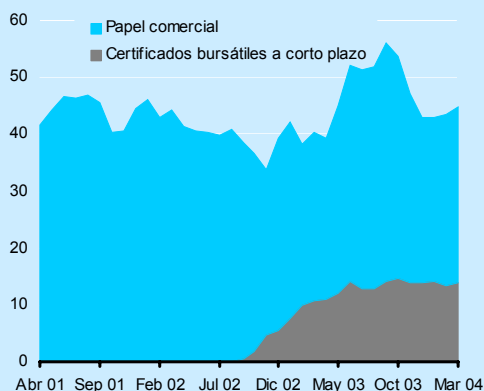
- 1. Su facilidad de emisión.**
 - a. Se puede autorizar en programas; permitiendo realizar varias emisiones durante un plazo determinado.
 - b. No requieren de asamblea de accionistas para su emisión, ni escritura protocolizada e inscrita en el Registro Público de Comercio, lo cual hace que los costos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

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

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

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

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



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

III. Perspectivas del Sector Privado para 2004¹⁸

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

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

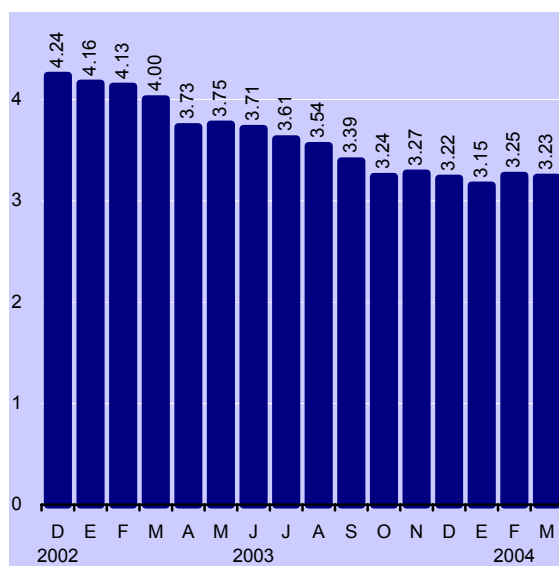
Otros aspectos que sobresalen en las previsiones de los analistas económicos del sector privado son los siguientes: a) un aumento significativo en el primer trimestre del año del Índice de Confianza y de Clima de Negocios de los Analistas Económicos del Sector Privado que elabora el Banco de México,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

¹⁸ A menos que se especifique lo contrario, los pronósticos reportados en esta sección se obtienen de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba mensualmente el Banco de México.

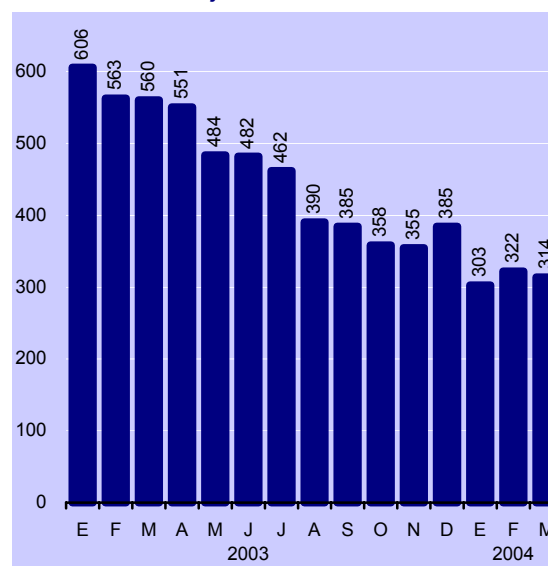
Gráfica 21

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

a) Crecimiento Real del PIB
Por ciento



b) Incremento en el Número de Asegurados
Miles de trabajadores



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

Cuadro 12

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

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

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

2/ Los futuros del tipo de cambio corresponden al 31 de diciembre de 2003 y al 2 de abril de 2004.

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

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

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

n.d. No disponible.

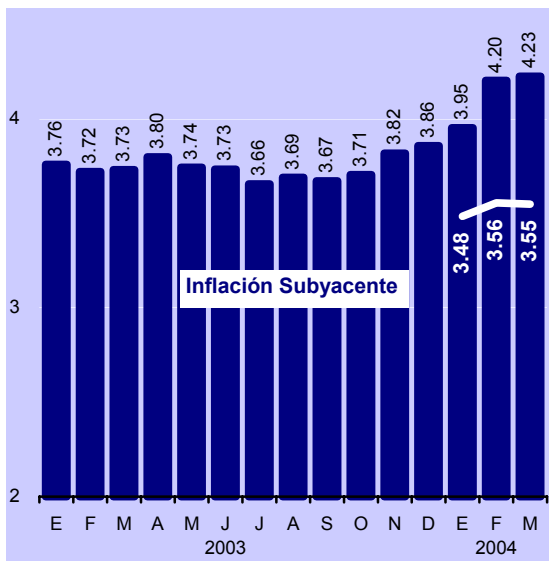
III.2. Expectativas sobre la Inflación

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

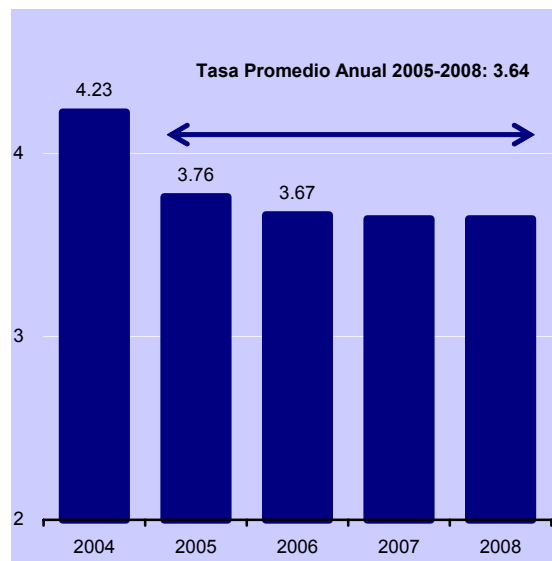
Gráfica 22

Expectativas de los Consultores sobre la Inflación en 2004-2008

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



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



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

IV. Balance de Riesgos y Conclusiones

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

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

- (a) Se mantiene la previsión de un crecimiento anual promedio del PIB de los Estados Unidos de 4.6 por ciento en 2004. Por lo que toca a su producción industrial, se anticipa una expansión de 4.9 por ciento (Fuente: Blue Chip).
- (b) Se prevé que México mantenga acceso al financiamiento externo en condiciones favorables; y,
- (c) Se anticipa un precio promedio de la mezcla mexicana de petróleo para 2004 de 23 dólares por barril.

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

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

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

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

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

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

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

Por tanto, con base en las consideraciones anteriores:

- (a) Se anticipa que, en el margen, en los siguientes meses la inflación anual subyacente contribuya a la reducción de la inflación general.
- (b) Es previsible que la inflación subyacente de mercancías empiece a moderar la tendencia alcista que ha registrado desde el último trimestre de 2002. No obstante, para ello es necesario que se generalice una menor inflación en los precios internacionales de las materias primas agropecuarias.
- (c) Se estima que la tendencia de la inflación subyacente de servicios distintos a la vivienda continuará contribuyendo al proceso de reducción permanente de la inflación. Es importante mencionar que éste es posiblemente el subíndice que mejor captura las condiciones inflacionarias internas. Por supuesto, este proceso se consolidaría en la medida en que se moderen las negociaciones salariales que, como se ha señalado, no parecen corresponder a las condiciones de holgura que prevalecen en el mercado laboral.

- (d) Al evaluar las perspectivas del subíndice de la vivienda, conviene separar dos efectos que están operando simultáneamente. Por un lado, recientemente se han presentado ciertas presiones al alza ante los incrementos observados en los costos de la construcción residencial, propiciadas por mayores precios de los productos metálicos, alambre, varilla, cemento y concreto premezclado. Por otro, es previsible que este subíndice continúe mostrando la tendencia de los últimos años de moderación de las rentas, en respuesta a la mayor oferta de casas-habitación (con un acceso creciente al financiamiento). Esta última tendencia ejemplifica fielmente cómo los cambios estructurales de la economía pueden tener efectos muy benéficos sobre la inflación. En este caso, el efecto positivo del cambio estructural se deriva de la combinación de las diferentes reformas financieras implementadas, las cuales han dado mayor certidumbre y competitividad al sector, aunadas a la percepción que la economía opera en un equilibrio inflacionario bajo y estable.
- (e) Por lo que toca a la inflación no subyacente, la volatilidad de la inflación de los diferentes subíndices que la componen, así como lo imprevisible de las perturbaciones que la afectan, hacen muy difícil una evaluación de sus perspectivas en los siguientes meses. Sin embargo, deben resaltarse, entre otros, dos factores que podrían contraponerse. Por un lado, han comenzado a revertirse los efectos de los choques a los precios de los productos pecuarios. Esto se debe a que, como ya se mencionó, se ha liberado la importación de diversos productos cárnicos de los Estados Unidos. Por otro lado, en virtud de la recuperación económica mundial podrían prolongarse las presiones sobre las cotizaciones internacionales de los energéticos y, por tanto, sobre los precios internos de aquéllos bienes que utilizan dichas cotizaciones como referencia. Con todo, se anticipa que la inflación no subyacente anual vaya cediendo gradualmente en los siguientes meses.

Cuando la inflación está sujeta al tipo de perturbaciones como las registradas en los primeros meses del año, se torna necesario hacer una evaluación más detallada de sus principales componentes. En este sentido, la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable por un periodo prolongado. Este comportamiento se deriva del contrapeso entre dos tendencias antagónicas: por un lado, recientemente el componente de

alimentos de la inflación subyacente de mercancías ha registrado presiones que reflejan la inflación internacional de diversas materias primas alimenticias; por otro, la inflación subyacente de servicios continúa mostrando una tendencia de reducción. El efecto combinado de estas tendencias ha sido la mencionada estabilidad de la inflación subyacente total.

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

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

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

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

Adicionalmente, es importante recordar que si bien la inflación subyacente no constituye en sí misma un objetivo de política monetaria, es una valiosa herramienta de análisis y de comunicación con el público ya que, como se mencionó, constituye una mejor referencia sobre las presiones inflacionarias

de mediano plazo al no incluir aquellos elementos del índice general que por su alta volatilidad no son representativos de los cambios duraderos en la tendencia de la inflación general.

En este sentido, destaca que la inflación subyacente fue 3.52 por ciento al cierre del trimestre y que mostró una ligera tendencia a la baja en dicho lapso. No obstante, debe reiterarse que la convergencia de la inflación subyacente hacia la meta de 3 por ciento establecida para la inflación general está procediendo de forma relativamente lenta.

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

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

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

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

Por el contrario, ante la consolidación de la recuperación de la economía global y, en particular, la estadounidense, es previsible que las condiciones monetarias externas comiencen a reflejar mayor astringencia a través de incrementos en las tasas de interés internacionales. Esto podría ocasionar una fuerte

contracción en la demanda por instrumentos de deuda de mercados emergentes, lo cual encarecería su acceso al financiamiento, tanto externo como interno. Al respecto, cabe recordar que en los últimos años los diferenciales de rendimiento sobre dicha deuda han mostrado una reducción significativa.

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

- (a) El proceso desinflacionario se podría ver obstaculizado por la presencia de nuevas perturbaciones de oferta, o bien, por una mayor contaminación de los choques registrados en los primeros meses del año sobre la determinación de los precios en la economía. Esto último también podría suceder de no atenuarse de forma generalizada el alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas.
- (b) En cuanto a los riesgos de mediano y largo plazos, destaca la continua vulnerabilidad del panorama inflacionario ante las posibles revisiones de los precios y tarifas de los bienes y servicios administrados y concertados. En la medida en que éstos se aparten de sus costos de oportunidad y de las condiciones de mercado prevalecientes, se mantendrá un riesgo latente para la consolidación del proceso desinflacionario.

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

El diagnóstico sobre los principales retos que enfrenta el proceso de reducción permanente de la inflación, en particular por lo que toca a la determinación de los precios y tarifas de los bienes y servicios administrados y concertados, pone de manifiesto la necesidad de avanzar en el cambio estructural que requiere el país. A manera de ejemplo, si avanzaran las reformas energéticas y fiscal, se propiciaría que los precios de la mayoría de estos bienes y servicios reflejaran sus costos de oportunidad y que, en general, su

determinación no estuviera sujeta a otro tipo de consideraciones, como la necesidad de recaudar.

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

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

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