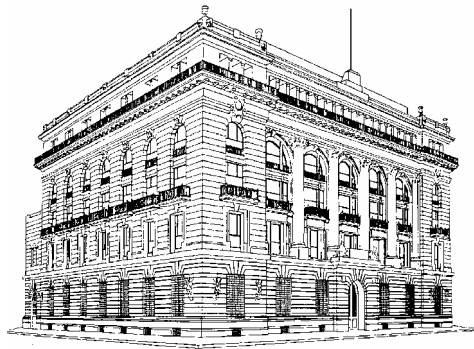


Informe sobre la Inflación

Abril – Junio 2004



BANCO DE MEXICO

JULIO, 2004

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÚÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB

ADVERTENCIA

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

INDICE

I. Introducción	1
II. Informe sobre la Inflación Abril - Junio 2004	5
II.1. Evolución Reciente de la Inflación	5
II.2. Evolución de los Distintos Indicadores de Inflación	6
II.2.1. Inflación Anual	6
II.2.2. Inflación Mensual	15
II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor	16
II.3. Principales Determinantes de la Inflación	16
II.3.1. Entorno Externo	16
II.3.2. Precio del Petróleo	17
II.3.3. Evolución de la Economía de los Estados Unidos	17
II.3.4. Evolución de la Economía del Resto del Mundo	22
II.3.5. Salarios, Productividad y Empleo	25
II.3.6. Oferta y Demanda Agregadas	32
II.3.7. Balanza de Pagos y Flujos de Capital	41
II.4. La Política Monetaria durante el Segundo Trimestre de 2004	45
II.4.1. Acciones de Política Monetaria	45
II.5. Agregados Monetarios y Crediticios	50
II.5.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales	50
II.5.2. Agregados Monetarios y Financiamiento	52
III. Perspectivas del Sector Privado para 2004	55
III.1. Pronósticos sobre la Actividad Económica y sobre otras Variables que Influyen en la Inflación	55
III.2. Expectativas sobre la Inflación	57
IV. Balance de Riesgos y Conclusiones	58

I. Introducción

La recuperación económica mundial continuó durante el segundo trimestre del año. En los Estados Unidos se ha fortalecido la producción industrial, generalizándose a un mayor número de ramas. Así, ésta se expande a una tasa superior a la del producto y se mantienen perspectivas favorables para su crecimiento, tanto en el segundo semestre de 2004, como en 2005.¹ Por su parte, el vigor con el que se ha presentado la recuperación del gasto, aunado al alza persistente de las cotizaciones internacionales de diversas materias primas, entre ellas las energéticas, han propiciado incrementos en las expectativas de inflación.

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

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

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

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

Consecuentemente, el cambio hacia un entorno global con condiciones monetarias más astringentes, esto es, de mayores tasas

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

de interés, ha propiciado que se reviertan esas posiciones, lo que ha conducido a un proceso de desapalancamiento en los mercados financieros internacionales. Hasta ahora, este proceso se ha llevado a cabo en forma relativamente ordenada.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- (a) contener los efectos de los incrementos en los precios internacionales de las materias primas sobre las expectativas de inflación;
- (b) acotar las presiones sobre la inflación que puedan surgir de la evolución de la demanda agregada, ya que es previsible que la holgura aún prevaleciente en los mercados de bienes y laboral vaya reduciéndose; y,
- (c) propiciar que el tránsito de la economía hacia un entorno global de mayores tasas de interés resulte ordenado.

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

II. Informe sobre la Inflación Abril - Junio 2004

II.1. Evolución Reciente de la Inflación

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

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

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

- (a) El incremento en los precios de las materias primas alimenticias ha afectado principalmente a los productos pecuarios incluidos en el componente no subyacente del INPC y a diversos alimentos procesados que forman parte del subíndice subyacente de las mercancías.
- (b) El alza registrada en los precios de los productos metálicos ha afectado los costos de la construcción de viviendas, incidiendo en el subíndice subyacente de los servicios.
- (c) La elevación que han presentado a nivel internacional los precios de los combustibles ha conducido a incrementos

significativos en los precios de los bienes y servicios administrados (gas para uso doméstico, gasolinas en las fronteras y electricidad).²

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

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

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

II.2. Evolución de los Distintos Indicadores de Inflación

II.2.1. Inflación Anual

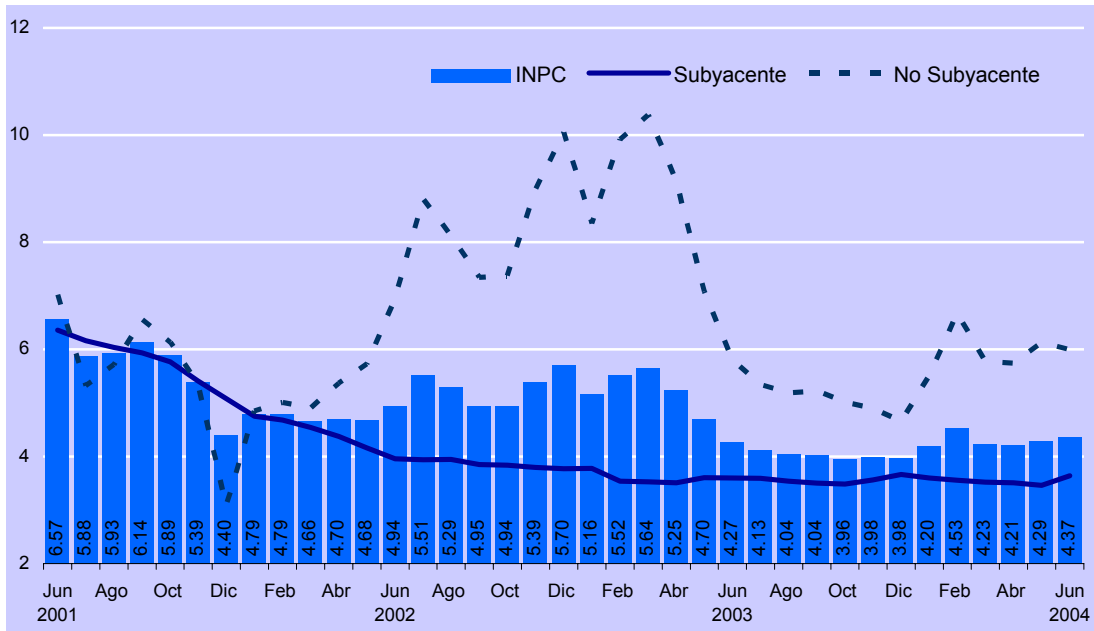
Al cierre del segundo trimestre de 2004, la inflación general anual se ubicó en 4.37 por ciento, mientras que al final del trimestre previo fue 4.23 por ciento. Este incremento se asocia, principalmente, con el alza persistente de las cotizaciones internacionales de diversas materias primas, que afectó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

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

Gráfica 1

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

Variación anual en por ciento

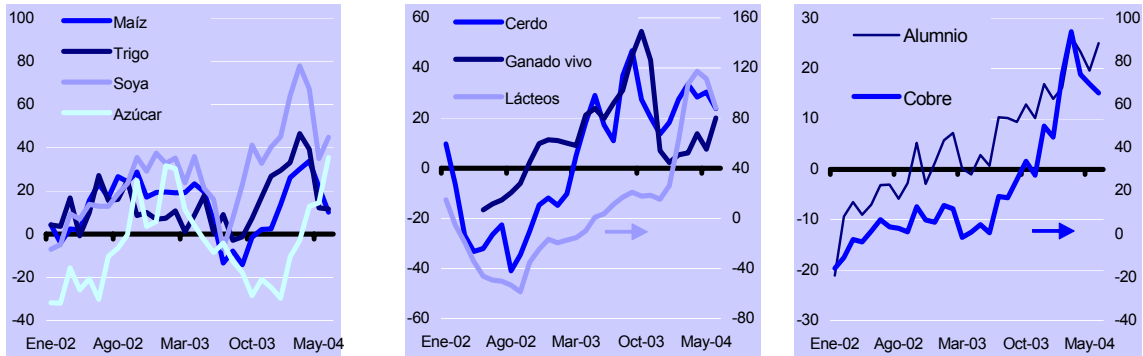


El alza de los precios internacionales de algunas materias primas comenzó a presentarse en 2003 y se intensificó para algunos productos durante el primer semestre de 2004 (Gráfica 2). Las principales presiones inflacionarias que se han generado en consecuencia son las siguientes:

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

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

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



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

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

	Mar-2004/ Mar-2003	Mar-2004/ Mar-2003	Jun-2004/ Jun-2003	Jun-2004/ Jun-2003
	Variación	Contribución ^{3/}	Variación	Contribución ^{3/}
INPC	4.23	4.23	4.37	4.37
Subyacente	3.52	2.42	3.64	2.52
Mercancías	2.78	1.00	3.26	1.18
Alimentos	5.12	0.74	5.83	0.85
Otras mercancías	1.20	0.26	1.52	0.33
Servicios	4.35	1.41	4.07	1.33
Vivienda	4.00	0.71	4.13	0.74
Otros servicios	4.79	0.70	3.98	0.59
No Subyacente	5.78	1.82	5.99	1.85
Agropecuarios	6.46	0.54	3.24	0.26
Frutas y Verduras	-2.15	-0.07	-7.60	-0.25
Jitomate	-15.66	-0.07	-17.32	-0.08
Tomate verde	105.85	0.10	-19.60	-0.02
Resto ^{1/}	-3.66	-0.11	-5.49	-0.15
Resto de Agropecuarios	12.50	0.61	10.55	0.51
Huevo	32.90	0.19	13.01	0.08
Resto ^{2/}	9.70	0.42	10.20	0.44
Educación	8.20	0.45	8.45	0.47
Administrados y Concertados	4.71	0.83	6.51	1.12
Administrados	5.16	0.44	8.35	0.67
Gasolina bajo octanaje	3.11	0.10	6.68	0.21
Gasolina alto octanaje	4.95	0.02	8.26	0.04
Electricidad	6.50	0.18	8.86	0.21
Gas LP	6.46	0.13	10.25	0.22
Concertados	4.29	0.39	4.92	0.45

1/ Incluye el resto de frutas y verduras.

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

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

Por lo que toca al grupo de pecuarios del subíndice de precios no subyacente, el impacto fue atenuado por el proceso gradual de reversión de las perturbaciones que lo afectaron a inicios del año. Esto se dio por los efectos de las menores restricciones a la importación de productos cárnicos y por la expansión de la parvada avícola

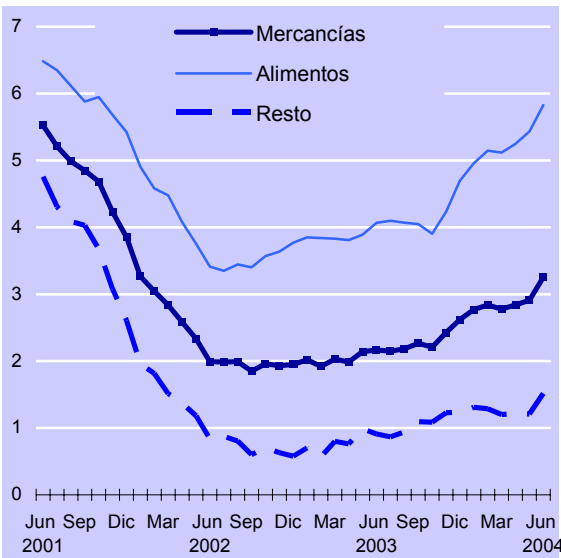
productora de huevo. En consecuencia, la variación anual del precio de los productos pecuarios se redujo con respecto a la registrada en marzo, pasando de 12.50 a 10.55 por ciento.

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

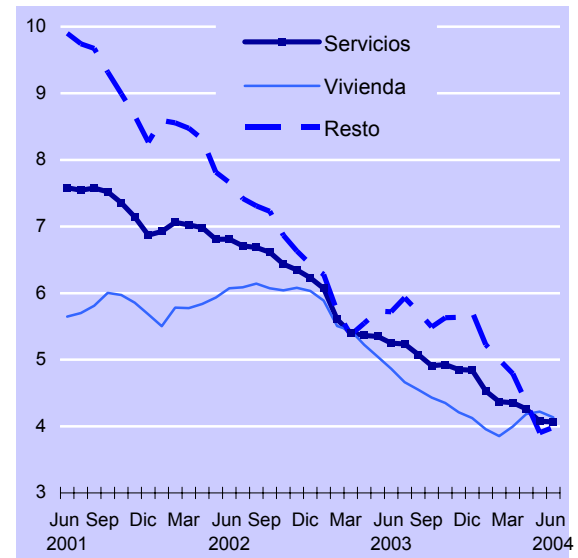
- (b) El aumento de los precios internacionales de diversos productos metálicos que se utilizan en la construcción residencial explica el alza en la variación anual del subíndice de la vivienda, que resultó de 0.13 puntos porcentuales entre marzo y junio (Gráfica 3).³

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

a) Mercancías



b) Servicios



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

Recuadro 1

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

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

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

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

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

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

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

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

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

	Inflación Anual en EEUU		Ponderador en el IPC de EEUU	Incidencia en el IPC de EEUU		Inflación Anual en México		Ponderador en el INPC de México	Incidencia en el INPC de México		Incidencia con ponderadores del IPC de EEUU	
	Marzo	Junio		Marzo	Junio	Marzo	Junio		Marzo	Junio	Marzo	Junio
Cereales	-2.73	-0.73	0.23	-0.01	0.00	0.14	-0.06	0.26	0.00	0.00	0.00	0.00
Arroz, pastas y harinas de maíz	2.76	2.29	0.13	0.00	0.00	9.88	13.49	0.32	0.03	0.04	0.01	0.02
Harinas y masas de harina de trigo	-1.11	-1.11	0.05	0.00	0.00	9.28	9.06	0.03	0.00	0.00	0.01	0.00
Pan, galletas y repostería	2.43	2.31	0.79	0.02	0.02	8.91	9.90	1.11	0.10	0.12	0.07	0.08
Quesos	3.52	10.76	0.25	0.01	0.03	4.82	7.35	0.59	0.03	0.04	0.01	0.02
Leche	5.68	27.10	0.32	0.02	0.09	5.87	6.16	2.03	0.12	0.13	0.02	0.02
Helados	-2.28	4.73	0.15	0.00	0.01	2.68	3.97	0.05	0.00	0.00	0.00	0.01
Otros lácteos	2.09	8.13	0.13	0.00	0.01	-1.11	0.25	0.31	0.00	0.00	0.00	0.00
Frutas y verduras procesadas	1.58	-0.09	0.26	0.00	0.00	6.48	4.83	0.08	0.01	0.00	0.02	0.01
Jugos y bebidas no alcohólicas	0.56	0.09	0.63	0.00	0.00	1.21	0.18	1.96	0.02	0.00	0.01	0.00
Concentrados para bebidas y café	-0.20	-1.12	0.28	0.00	0.00	1.98	1.21	0.23	0.00	0.00	0.01	0.00
Azúcar y dulces	0.49	0.06	0.31	0.00	0.00	13.73	11.64	0.31	0.04	0.04	0.04	0.04
Grasas y aceites	5.52	9.48	0.25	0.01	0.02	16.86	19.08	0.34	0.06	0.07	0.04	0.05
Bebidas alcohólicas	1.92	2.53	0.64	0.01	0.02	0.36	1.18	2.20	0.01	0.02	0.00	0.01
Pescados y mariscos procesados	1.05	-0.47	0.13	0.00	0.00	6.36	8.77	0.17	0.01	0.02	0.01	0.01
Embutidos	3.39	3.01	0.24	0.01	0.01	3.45	7.93	0.91	0.03	0.07	0.01	0.02
Otros Alimentos	0.95	0.22	1.21	0.01	0.00	4.83	4.00	0.25	0.01	0.01	0.06	0.05
MUESTRA *	1.63	3.27	5.99	0.10	0.20	4.27	5.04	11.17	0.48	0.57	0.31	0.34
ALIMENTOS	1.63	3.27	5.99	0.10	0.20	5.12	5.83	14.67	0.74	0.85	0.31	0.34

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

Cuadro 1
China: Variables Económicas Seleccionadas
Variaciones porcentuales anuales

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

¹ A fin de periodo;

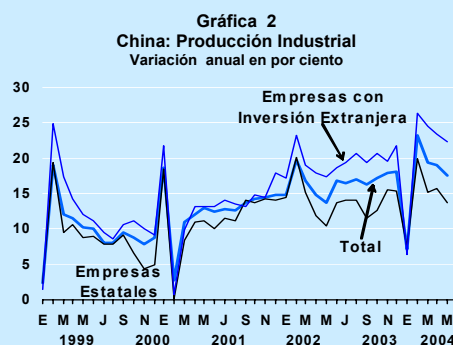
² Miles de millones de dólares.

* Asia Pacific Consensus Forecasts, Julio 12 de 2004

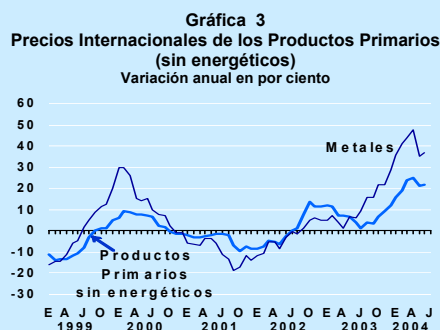
La entrada de China a la Organización Mundial de Comercio, en noviembre de 2001, abrió a ese país nuevas oportunidades de acceso a los mercados internacionales, lo que generó un nuevo impulso al crecimiento. En este contexto, cabe señalar que en el primero y segundo trimestres de 2004 la economía china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

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

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

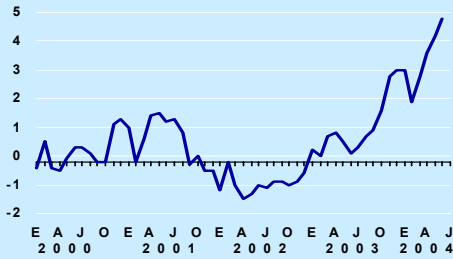


El crecimiento de la economía china en los últimos años se ha apoyado en un consumo intensivo de materias primas y de energía. Así, se calcula que en 2003 esa economía fue el principal consumidor mundial de acero (25 por ciento del total) y el segundo de petróleo, después de Estados Unidos, con el 7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



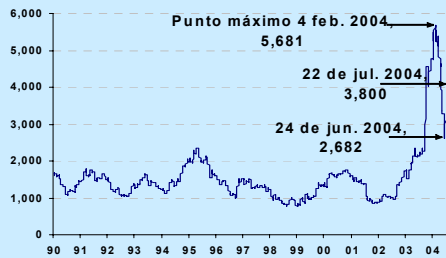
La gran demanda de China por materias primas y energía ha continuado en 2004, lo que acentuó las tendencias al alza de los precios internacionales de esos productos (Gráfica 3). Esto ha generado, a su vez, presiones inflacionarias al interior de esa economía. Así, en la primera mitad de 2004 el crecimiento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

Gráfica 4
China: Inflación en Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



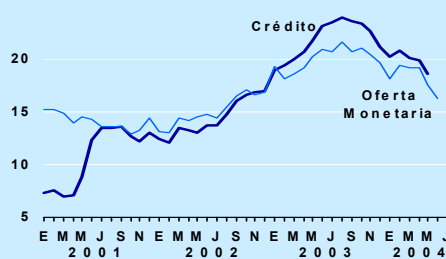
Un efecto del rápido crecimiento de las exportaciones e importaciones que efectúa China es el fuerte aumento que ha provocado en la demanda por transporte marítimo y las consecuentes alzas de sus costos (conviene señalar que éstos también han sido afectados por otros factores). A dicha tendencia, se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

Gráfica 5
Índice de Costo del Transporte Marítimo
Baltic Dry Index, 1985=100



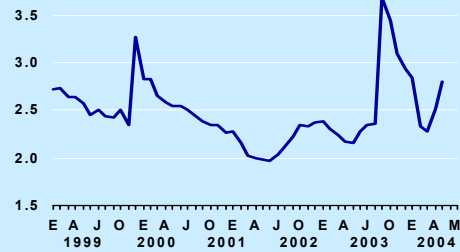
La tendencia hacia el sobrecalentamiento de la economía china derivada del rápido crecimiento de la inversión y del producto se ha reflejado en restricciones al suministro de ciertos insumos, tales como carbón, petróleo y electricidad, y en problemas con el servicio de transporte. El gobierno chino ha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

Gráfica 6
China: Oferta Monetaria (M2) y Saldo del Crédito Vigente
Otorgado por las Instituciones Financieras



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

Gráfica 7
Bonos del Gobierno Chino con Vencimiento a 90 días
Tasa de Interés

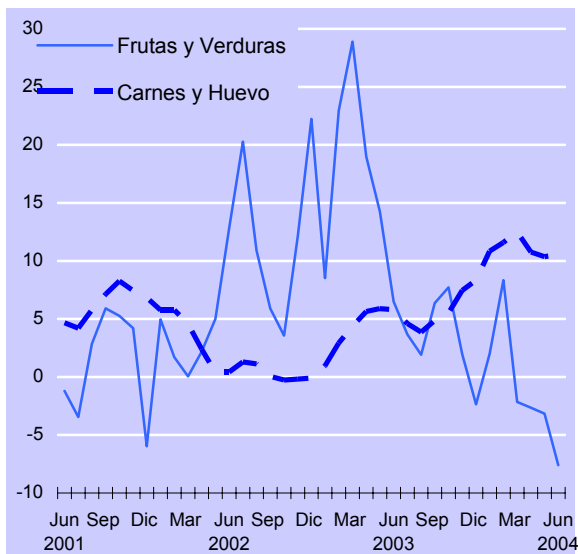


Otras medidas instrumentadas para desacelerar la inversión incluyen un mayor control sobre el déficit fiscal y sobre el crecimiento de la oferta monetaria. Para esto último se aumentaron los requerimientos de reservas de los bancos y se dio impulso a la colocación de bonos gubernamentales. Esta última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

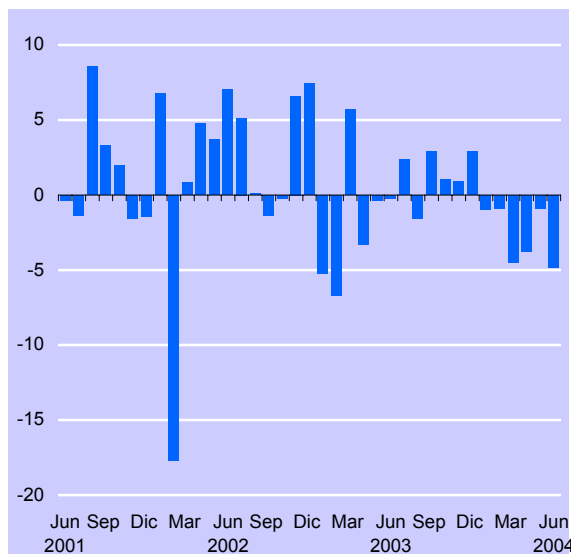
Durante un periodo inicial las medidas restrictivas parecieron no surtir efecto, considerando que en el primer trimestre del año los crecimientos de la inversión, del producto y de las importaciones, siguieron siendo muy elevados. En principio, ello reflejó la resistencia de algunas autoridades locales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

Gráfica 4 Índice de Precios de Productos Agropecuarios en México

a) Productos Agropecuarios
Variación anual en por ciento



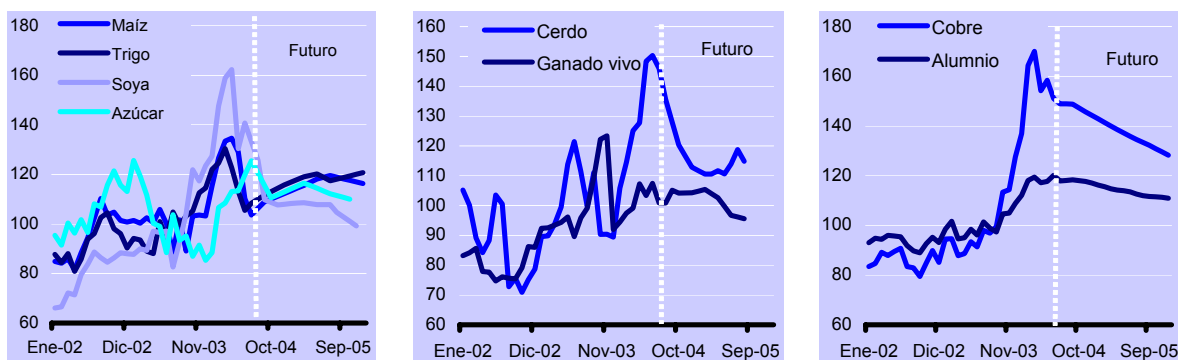
b) Frutas y Verduras
Variación mensual en por ciento



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

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

Índices 2003=100



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

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

II.2.2. Inflación Mensual

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

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

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

Cuadro 2 Inflación Mensual Observada y Esperada

Por ciento

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

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

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

II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor

Al cierre del segundo trimestre de 2004, la tasa de crecimiento anual del INPP de mercancías y servicios finales sin petróleo se ubicó en 6.93 por ciento. Ello contrastó con la tasa de 5.10 por ciento que había alcanzado este indicador al finalizar el trimestre previo. Al interior del mencionado índice el concepto que registró la mayor variación anual fue el de las exportaciones, ya que de marzo a junio de 2004 pasó de 4.11 a 10.28 por ciento. Asimismo, en igual periodo la variación anual del subíndice de formación de capital aumentó de 9.52 a 14.21 por ciento. En ambos casos el incremento estuvo influido de manera importante por la depreciación de la paridad cambiaria. Por lo que toca al componente de consumo privado, la variación anual de éste se ubicó en 5.09 por ciento en junio, mientras que en marzo fue 4.50 por ciento.

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

II.3. Principales Determinantes de la Inflación

II.3.1. Entorno Externo

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

II.3.2. Precio del Petróleo

El precio promedio del barril de petróleo tipo *West Texas Intermediate* (WTI) durante el segundo trimestre de 2004 fue de 38.43 dólares, es decir, 3.19 dólares más que el del período enero-marzo. El precio del crudo fue impulsado fundamentalmente por el aumento de la demanda del energético, las tensiones políticas en el Medio Oriente, y la incertidumbre en torno a la disposición y capacidad de la OPEP para aumentar la producción. Después de alcanzar niveles superiores a los 40 dólares a finales de mayo y principios de junio, las cotizaciones del crudo empezaron a disminuir tras el anuncio de aumentos en la producción de Arabia Saudita y los Emiratos Árabes Unidos. A esto se agregó la decisión de la OPEP de incrementar sus cuotas de producción.⁷ El precio promedio de la mezcla mexicana en el periodo analizado fue de 30.07 dólares por barril, esto es, 3.13 dólares mayor al observado durante el primer trimestre del año.⁸

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

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

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

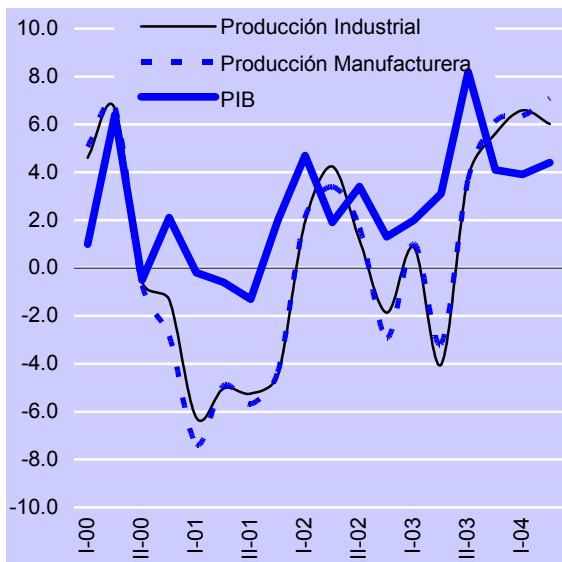
⁷ Dos millones de barriles diarios en julio y medio millón adicional en agosto.

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

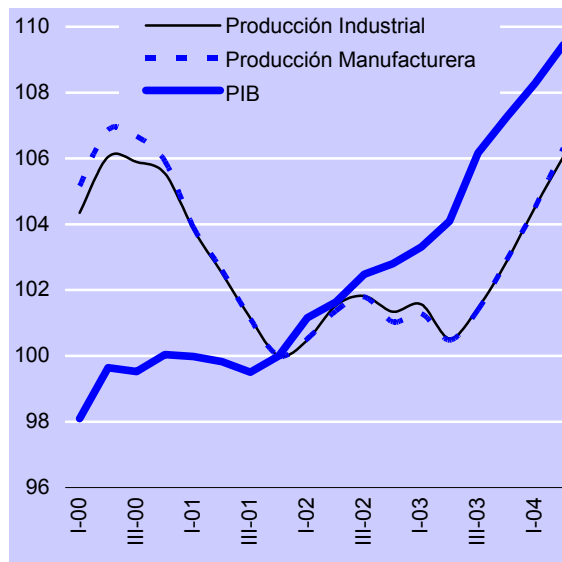
Gráfica 6

EUA: PIB y Producción Industrial

a) Variación trimestral anualizada, cifras con ajuste estacional



b) Índice 2001-IV = 100, cifras con ajuste estacional



Fuente: BEA y Federal Reserve Bank.

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

Otra de las variables que había tardado en mostrar señales de recuperación es el empleo. La creación mensual de puestos de trabajo comenzó a mostrar en marzo y abril un comportamiento congruente con la fuerte expansión económica en curso. Las cifras para dichos meses registraron un elevado incremento, de 353 y 324 mil empleos, respectivamente. En mayo hubo una generación adicional de 235 mil nuevas plazas. Sin embargo, en junio el aumento (112 mil empleos) fue considerablemente menor al ritmo de los tres meses previos. También es de destacarse que a pesar de la recuperación del empleo, la nómina no agrícola se ubicaba en junio por debajo de los máximos alcanzados en el ciclo anterior.

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

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

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

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

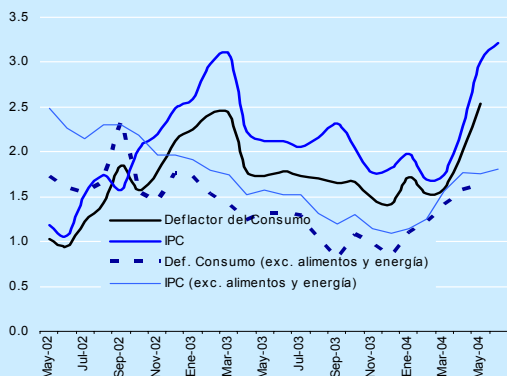
¹⁰ Se refiere al tipo de cambio del dólar frente a 26 monedas ponderadas por su importancia en el comercio con los Estados Unidos. De finales de junio al 23 de julio, el tipo de cambio efectivo amplio del dólar mostró una depreciación de 0.23 por ciento.

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

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

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

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

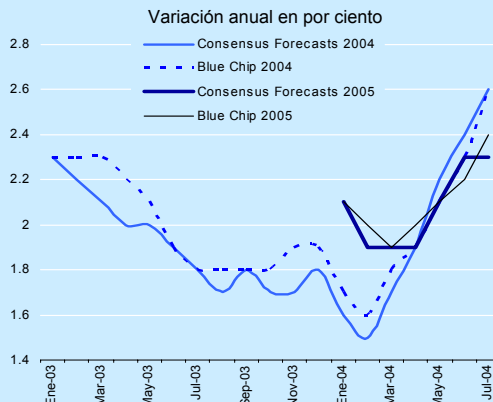


Fuente: BEA y BLS.

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

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

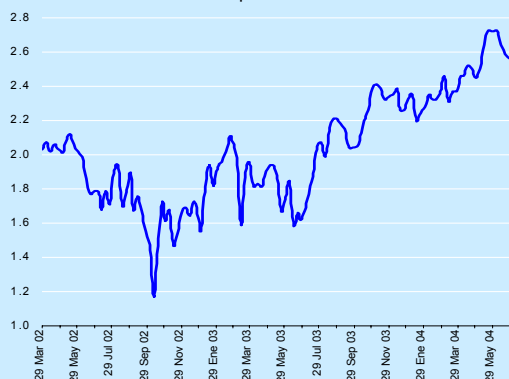
Expectativas de Inflación para 2004 y 2005



Fuente: Consensus Forecasts y Blue Chip Economic Indicators.

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

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



Fuente Federal Reserve Bank of St. Louis.

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

El incremento de los precios del petróleo, entre otros factores, parece haber incidido en la actividad económica en los Estados Unidos en el segundo trimestre del año. El crecimiento del consumo privado, especialmente de bienes durables, se desaceleró en abril y mayo. Adicionalmente, el dato de ventas al menudeo sugiere que en junio continuó dicho patrón. Por su parte, la información a mayo sobre los pedidos de bienes de capital apunta a un crecimiento menos vigoroso que el anticipado para la inversión en equipo. Además, el déficit promedio de la balanza de bienes y servicios para el bimestre abril-mayo se situó por encima de la cifra correspondiente para el primer trimestre. En este contexto, las proyecciones de los analistas para el crecimiento del PIB se revisaron a la baja, ubicándose en 4.1 por ciento a tasa trimestral anualizada (5.1 por ciento a tasa anual) para el segundo trimestre de 2004 y en 4.5 por ciento para todo el año. Cabe destacar que, en general, los analistas consideran que la desaceleración de la economía a finales del segundo trimestre obedeció a factores atípicos y, por tanto, fue de naturaleza temporal. Debe señalarse también que, contra lo observado en los pronósticos del PIB, las proyecciones para el crecimiento de la producción industrial en 2004 y en 2005 se han ajustado al alza a lo largo de este año (Cuadro 3).

Cuadro 3

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

Variación anual y trimestral anualizada en por ciento

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

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

2/ Variación anual en por ciento.

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

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

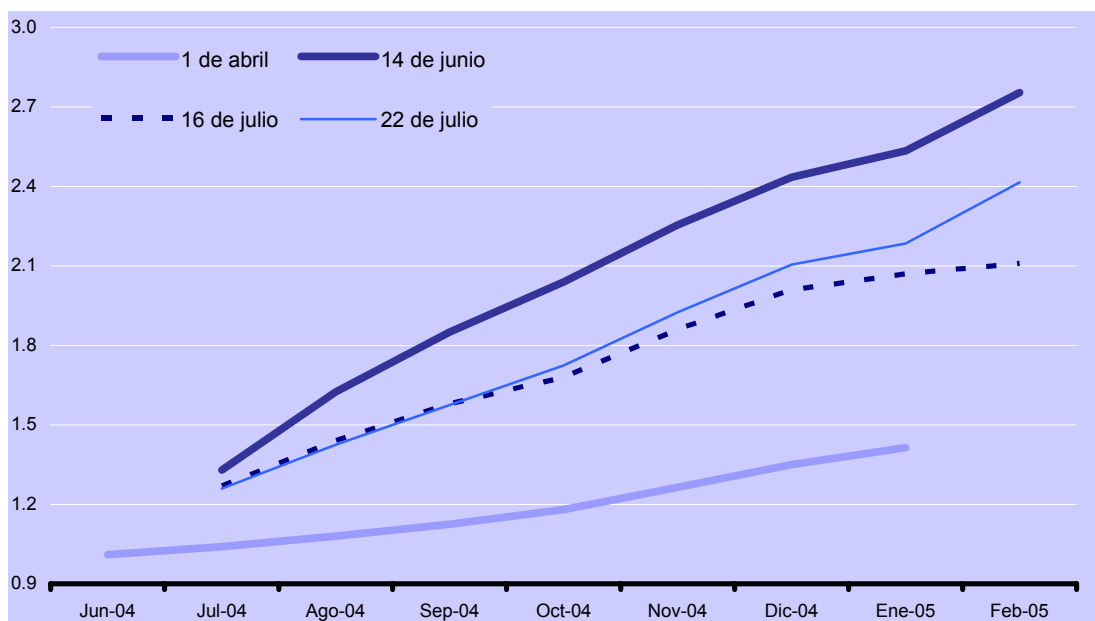
La percepción de los mercados financieros sobre el comportamiento futuro de las tasas de interés ha variado rápidamente con la disponibilidad de nueva información. Así, la publicación de algunos indicadores en junio que sugerían una menor fortaleza de la actividad económica a la anticipada al inicio del segundo trimestre, generó en los mercados la expectativa de que el alza de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal sería más pausado de lo esperado anteriormente. Más recientemente, algunas de las declaraciones del señor Alan Greenspan durante la presentación al Congreso estadounidense del

informe semestral de política monetaria fueron interpretadas como un indicio en la dirección contraria. Naturalmente, esto se ha reflejado en la trayectoria de la curva de futuros para la tasa de fondos federales (Gráfica 7). No obstante, en general, se espera que el ciclo de acciones restrictivas por parte de la Reserva Federal será menos intenso que lo anticipado a mediados de junio.

Gráfica 7

Curva de Futuros para la Tasa de Fondos Federales en los Estados Unidos

Por ciento anual



Fuente: Bloomberg.

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

En la zona del euro el incremento del PIB de 2.4 por ciento a tasa trimestral anualizada en el primer trimestre (1.8 por ciento a tasa anual), excedió las expectativas de los analistas privados y de la Comisión Europea. El sector externo y el consumo privado constituyeron las principales fuentes de crecimiento. Destaca, además, el hecho de que la expansión del PIB fue dispar entre los diferentes países de la región. Los indicadores oportunos sugieren que durante el segundo trimestre de 2004 el PIB regional mantuvo un ritmo de expansión similar al del primero.¹¹ Cabe hacer notar, por otra parte, que el mercado laboral no ha mostrado signos de recuperación (en mayo la tasa de desempleo armonizada se mantuvo en 9.0 por ciento), lo que podría

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

afectar el consumo privado. Otro riesgo para la actividad económica se origina en los elevados precios del petróleo. Además, éstos han comenzado a reflejarse, a partir de mayo, en una inflación anual por encima de 2 por ciento. En julio, los pronósticos de consenso ubicaban el crecimiento del PIB de la zona del euro para 2004 en 1.7 por ciento.

Cuadro 4

Pronósticos para el Crecimiento del PIB durante 2004

Variación anual y trimestral anualizada en por ciento

	Al finalizar el primer trimestre		Información más reciente	
	II-2004 ^{1/}	2004 ^{2/}	II-2004 ^{1/}	2004 ^{2/}
Canadá	2.0	2.8	3.6	2.9
Eurozona	2.0	1.7	1.6	1.7
Japón	1.2	2.8	1.2	4.2
Reino Unido	2.8	3.1	2.8	3.2

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

2/ Variación anual en por ciento.

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

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

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

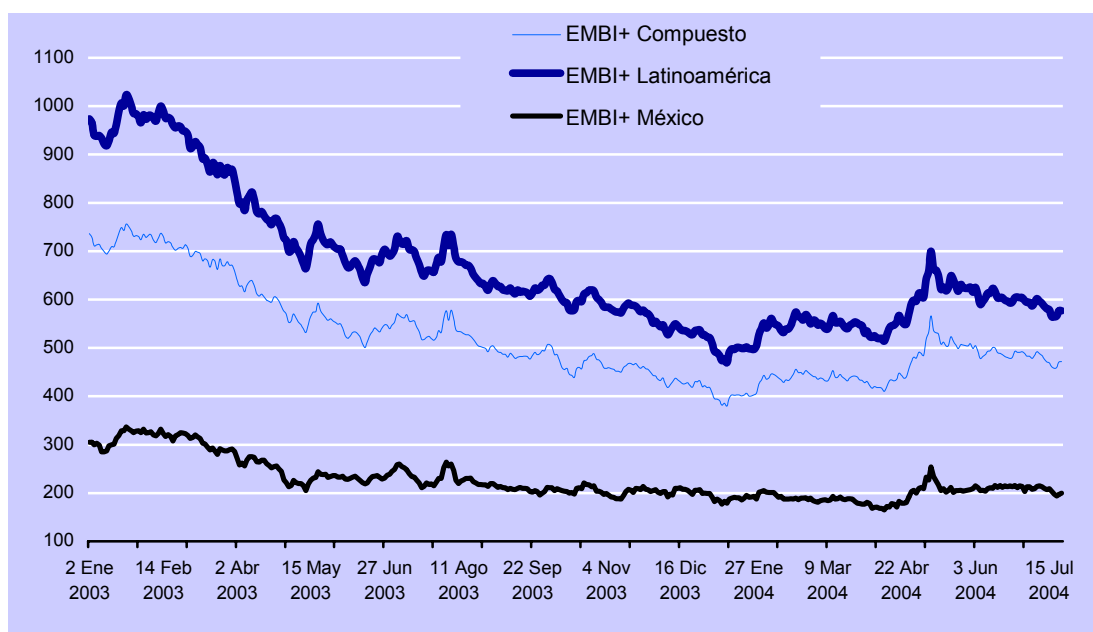
En el curso del año pasado y del primer trimestre del actual, se registraron emisiones sustanciales de bonos de los países emergentes. Sin embargo, desde el primer trimestre de 2004 se empezó a observar una incipiente alza en los márgenes de deuda

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

soberana, tendencia que se acentuó en abril y mayo pasados. En particular, la perspectiva de que la Reserva Federal restringiría la política monetaria tuvo el efecto inicial de reducir el apetito de los inversionistas por activos considerados de mayor riesgo, propiciando un deterioro de las condiciones de acceso a financiamiento externo para las economías emergentes.

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

Puntos base



Fuente: J.P. Morgan

Aunque en fechas recientes los inversionistas han aumentando ligeramente su exposición en bonos de países emergentes, persisten condiciones de financiamiento externo más restrictivas que las observadas a finales del primer trimestre. Por otra parte, es evidente que la percepción sobre la magnitud y velocidad con la cual la Reserva Federal retirará el estímulo monetario puede tener repercusiones importantes en los mercados financieros internacionales en los próximos meses. En este entorno, durante el periodo abril-junio, el índice compuesto EMBI+ aumentó en 61 puntos base.¹³

En general, las economías de América Latina se han beneficiado de la recuperación global y de la fuerte demanda de productos primarios. Se espera que el crecimiento del PIB de la región se acelere de 1.5 por ciento en 2003 a 4.6 por ciento este

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

año. Cabe destacar que los analistas proyectan tasas elevadas de crecimiento para Argentina y Chile (7.5 y 5.0 por ciento, respectivamente) y una recuperación importante en el caso de Brasil (de -0.2 por ciento en 2003 a 3.4 por ciento en 2004). Al mismo tiempo, se ha observado un incremento en las expectativas de inflación en estas economías.

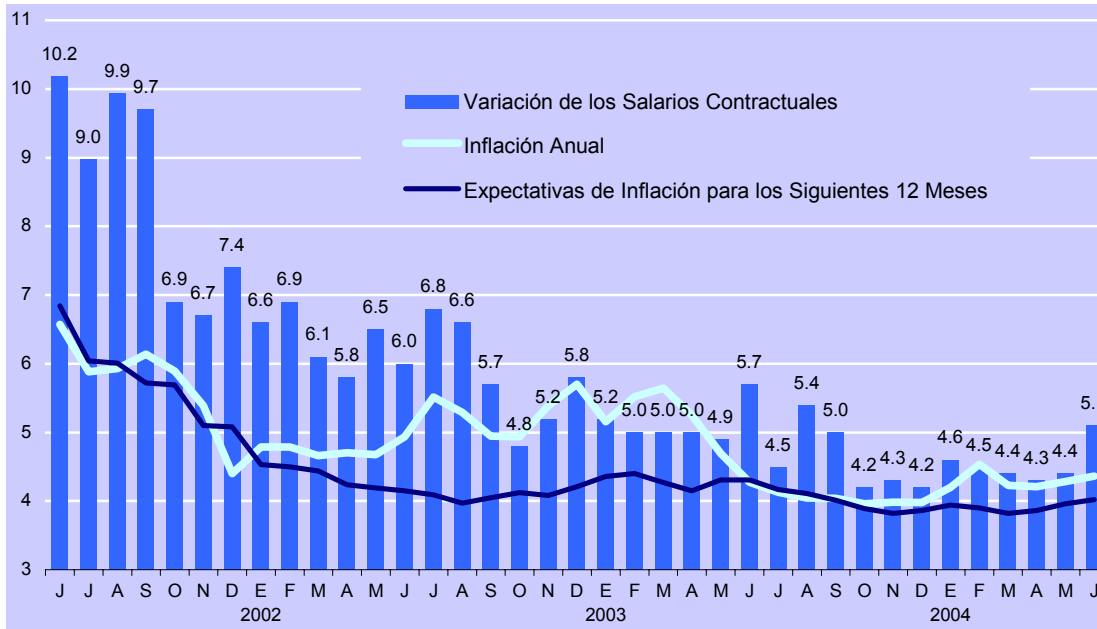
II.3.5. Salarios, Productividad y Empleo

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

II.3.5.1. Salarios Contractuales

En el segundo trimestre de 2004, los salarios contractuales negociados por los empleados y obreros de empresas de jurisdicción federal registraron un incremento promedio, ponderado por el número de trabajadores, de 4.5 por ciento. Este incremento es igual al observado en el trimestre previo. En este resultado destaca el aumento de junio, que se ubicó en 5.1 por ciento. Conviene destacar que, por lo general, en junio se observan alzas salariales que superan a las registradas en los primeros cinco meses del año (Gráfica 9), lo que es atribuible a que la mayoría de los trabajadores del sector privado que realizan su revisión salarial en ese mes laboran en empresas que han tendido a otorgar, en promedio, mayores aumentos salariales en los últimos años. No obstante, es importante destacar que las cifras anteriores no parecen reflejar las condiciones de holgura que aún prevalecen en el mercado laboral.

Gráfica 9 Salarios Contractuales e Inflación
Cifras en por ciento



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

En el periodo abril-junio de 2004, los salarios contractuales en empresas privadas mostraron alzas significativamente mayores que las observadas en igual lapso en las empresas públicas. El diferencial promedio correspondiente se ubicó en 0.7 puntos porcentuales. Por otra parte, al separar las negociaciones salariales contractuales por actividad económica, destaca que los trabajadores de las empresas manufactureras obtuvieron aumentos mayores a los conseguidos en otros sectores económicos (Cuadro 5).

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

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

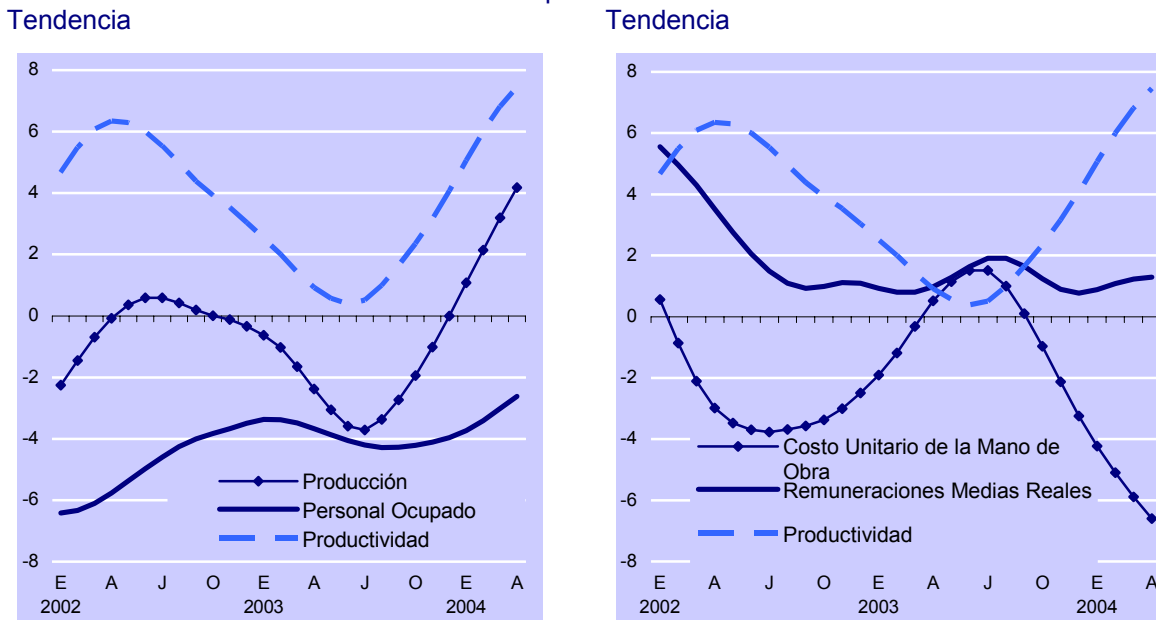
Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social.
^{1/} Promedio ponderado por el número de trabajadores beneficiados en el periodo.

II.3.5.2. Remuneraciones y Productividad

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

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

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



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

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

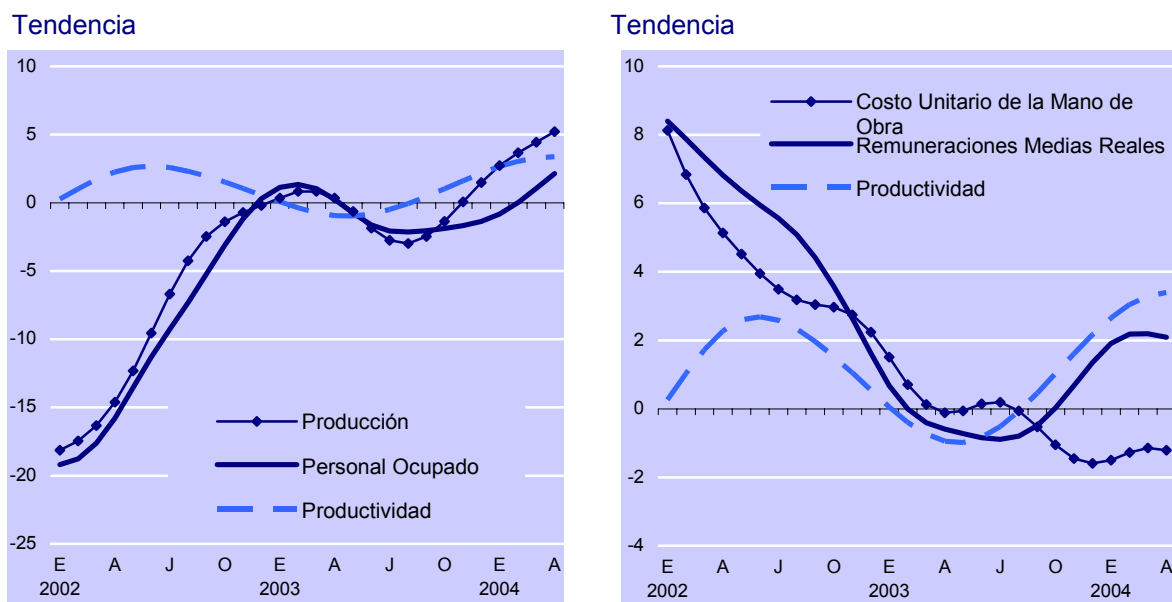
Cuadro 6 Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO por Sector de Actividad Económica

Variación anual en por ciento

	Industria Manufacturera no Maquiladora			Industria Maquiladora			Sector Comercio al Menudeo		
	Productividad Laboral	Remuneraciones Medias Reales	CUMO	Productividad Laboral	Remuneraciones Medias Reales	CUMO	Productividad Laboral	Remuneraciones Medias Reales	CUMO
2003									
Ene-Abr	1.9	0.9	-1.1	-0.3	-0.3	0.0	1.5	4.3	2.7
Ene-Dic	1.8	1.2	-0.9	-0.1	0.0	0.0	5.6	3.0	-2.3
2004									
Ene	3.6	1.0	-2.5	3.2	2.3	-0.9	7.7	-0.6	-7.7
Feb	5.0	1.3	-3.5	3.0	2.0	-1.0	11.6	1.9	-8.7
Mar	10.9	1.3	-8.6	5.3	2.6	-2.6	9.7	2.0	-7.0
Abr	6.4	1.3	-4.8	2.7	1.6	-1.0	9.0	2.1	-6.3
Ene-Abr	6.5	1.2	-4.8	3.6	2.1	-1.4	9.4	1.3	-7.4

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

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

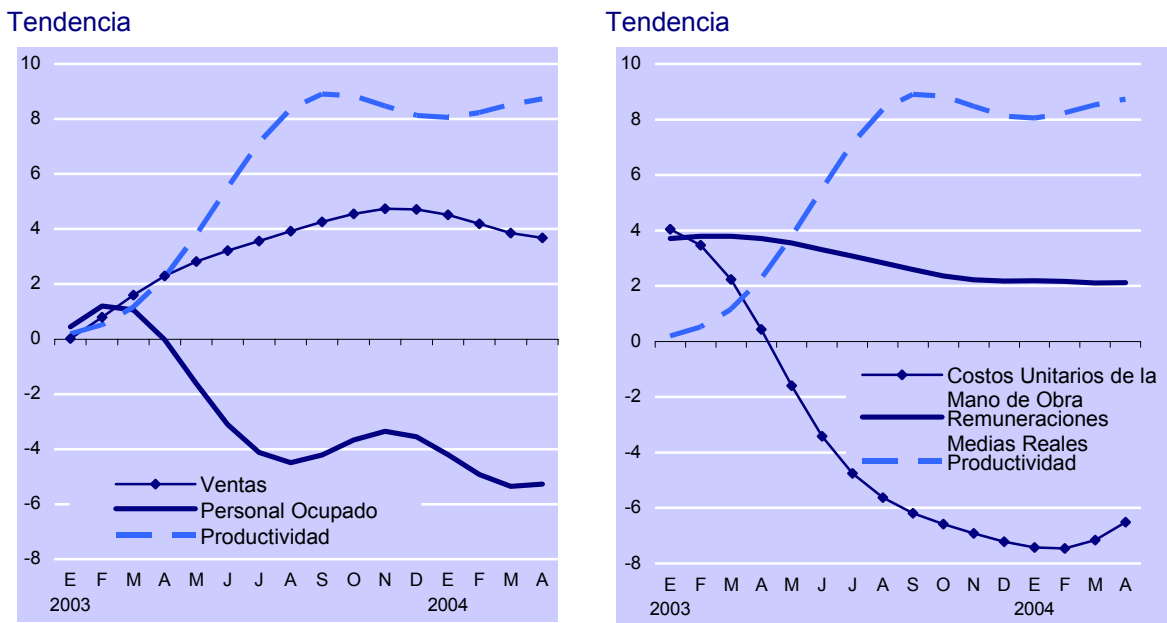


Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de INEGI.

En lo que toca a la productividad media en el sector comercio al menudeo, ésta se mantuvo en la trayectoria ascendente

que se inició a principios de 2003, alcanzando un aumento de 9.4 por ciento en el primer cuatrimestre de 2004. Dicho comportamiento se debe, en parte, a una tendencia creciente de las ventas reales impulsada por la fortaleza que ha mantenido el consumo, que a su vez se ha beneficiado de una mayor disponibilidad de crédito. Las ganancias en la productividad media en el comercio al menudeo son atribuibles principalmente a cambios en las estructura del sector. Esto último, toda vez que durante el primer cuatrimestre del año la actividad comercial de las tiendas de autoservicio, supermercados y departamentales acentuó el desplazamiento de las tiendas de abarrotes y especializadas. Así, se ha observado una caída del empleo en éstas últimas. Por su parte, las remuneraciones por persona promediaron en el periodo un crecimiento a tasa anual de 1.3 por ciento en términos reales, cifra inferior en tres puntos porcentuales a lo observado durante el mismo lapso de 2003. Por último, el costo unitario de la mano de obra continuó a la baja, ya que en el cuatrimestre referido disminuyó en promedio 7.4 por ciento (Gráfica 12).

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



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

II.3.5.1. Empleo

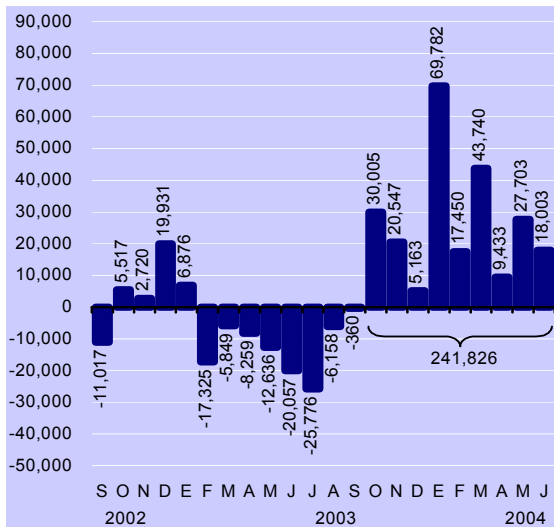
La recuperación cíclica de la actividad económica propició que continuara fortaleciéndose la demanda de trabajo. Al respecto, los aspectos más destacables del comportamiento del empleo en el

segundo trimestre de 2004 fueron los siguientes: a) un aumento en el número de trabajadores en el sector formal de la economía lo que, acorde a las cifras del IMSS, fue mayor en el caso de los trabajadores permanentes que en el de los eventuales; b) una mejoría del empleo formal que comprendió a varios sectores, incluyendo al manufacturero, y también abarcó a la mayoría de las entidades federativas del país; y, c) una ligera reducción de la tasa de desempleo en las áreas urbanas.

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

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

a) Número de Trabajadores Asegurados en el IMSS
 Variación mensual



b) Millones de Trabajadores Asegurados



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

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

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

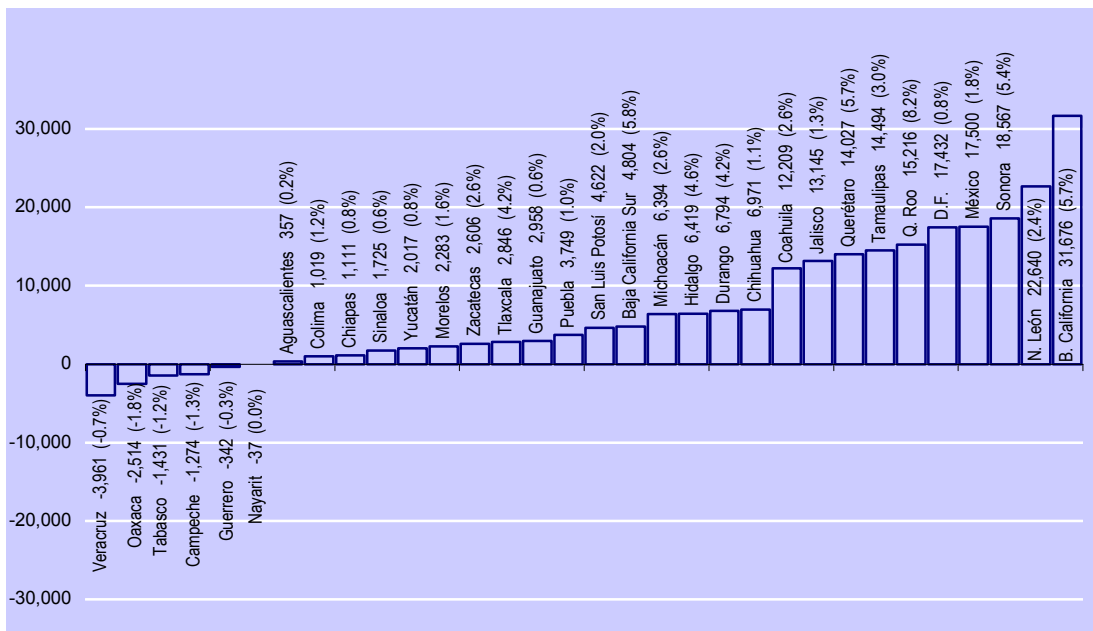
Un sector de la economía en el cual el empleo presentó un avance significativo en el segundo trimestre del año fue la industria maquiladora, lo que respondió a la recuperación de sus exportaciones. De hecho, con datos desestacionalizados, la mejoría de la ocupación en dicha actividad se inició desde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

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

Gráfica 14

Trabajadores Asegurados a Nivel Estatal

Variación absoluta y porcentual de diciembre de 2003 a junio de 2004



Fuente: IMSS

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

II.3.6. Oferta y Demanda Agregadas

Durante el segundo trimestre de 2004 continuó fortaleciéndose la actividad económica en el país. Ello fue notorio en la mejoría que mostraron tanto los indicadores de la demanda agregada, como los de producción. En el trimestre reportado, el consumo continuó su dinamismo, mientras que la inversión

presentó una recuperación moderada. En lo referente a la demanda externa, sobresale que el repunte de las exportaciones resultó mayor que el observado en el primer trimestre.

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

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

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

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

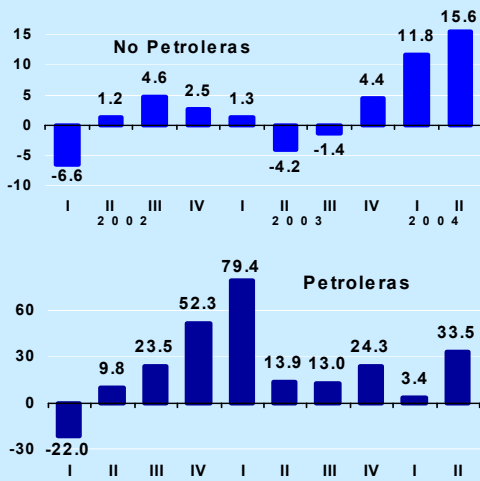
Recuadro 4

Actividad Económica en México en 2004 y el Entorno Externo

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

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

Gráfica 1
Exportaciones Petroleras y No Petroleras
Variaciones porcentuales anuales



1. Demanda Externa

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

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

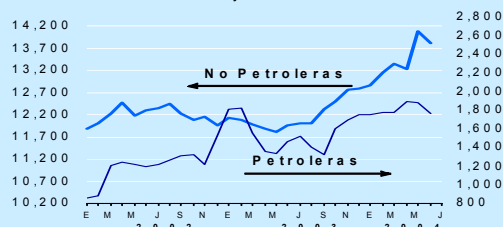
de la demanda externa (deduciendo en ambos rubros su contenido importado) al crecimiento del producto se presenta en el Cuadro 1. De esa manera, en 2004 la contribución directa al crecimiento del producto proveniente de la demanda externa alcanzaría 2 puntos porcentuales, cifra que supera de manera importante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

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

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

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

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



2. Exportaciones Petroleras

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

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

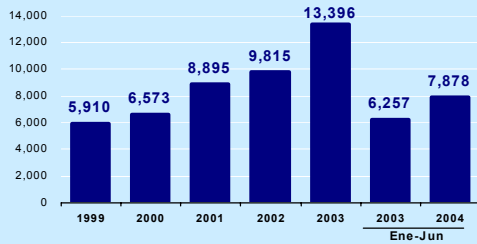


e/ Estimado.

3. Ingresos por Remesas Familiares

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

Gráfica 4
Ingreso por Remesas Familiares
Millones de dólares



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

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

Comentario Final

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

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

- (a) La expansión del consumo fue notoria, al respecto destacan: i) las ventas al menudeo aumentaron en el bimestre abril-mayo 3.4 por ciento a tasa anual, alcanzando diecisiete meses consecutivos con tasa positiva; ii) las ventas de las tiendas de la ANTAD registraron un crecimiento anual de 8.8 por ciento, tasa muy cercana a la observada en el primer trimestre (8.6 por ciento); y, iii) las ventas internas al menudeo de vehículos presentaron una mejoría, al incrementarse 11.6 por ciento a tasa anual. Ello fue reflejo, en buena medida, de una mayor adquisición de unidades importadas.
- (b) La moderada expansión del gasto de inversión continuó en el segundo trimestre de 2004, luego de que su crecimiento anual resultó de 4.5 por ciento en el primer trimestre. Este avance respondió tanto a incrementos de su componente de construcción, como del de maquinaria y equipo, si bien la mejoría de este último ha tenido altibajos. En abril, la inversión registró un aumento anual de 5.2 por ciento, lo que con datos desestacionalizados implicó seis meses seguidos con variación mensual positiva. En cuanto al gasto en construcción, éste siguió

creciendo en el bimestre abril-mayo, al acrecentarse 4.8 por ciento (6.3 y 3.2 por ciento en abril y mayo, respectivamente). Al igual que en el trimestre previo y en 2003, ese comportamiento respondió en buena medida a una mayor construcción de vivienda y de obra pública en infraestructura. Por su parte, en el segundo trimestre las importaciones de bienes de capital presentaron un crecimiento anual de 8.1 por ciento, tasa superior a la de 6 por ciento en el primer trimestre.

- (c) La demanda externa mostró un dinamismo significativo en el segundo trimestre de 2004, incluso superior al registrado en el primer trimestre del año. Esta evolución positiva fue notoria tanto en el crecimiento que presentaron las exportaciones no petroleras, como en las cifras de Estados Unidos relativas a sus importaciones de productos mexicanos.
- (d) Por el lado de la producción, en el bimestre abril-mayo de 2004 el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) presentó un crecimiento a tasa anual de 3.5 por ciento. Éste se derivó de aumentos de todos sus componentes. Se estima que en junio el crecimiento anual del IGAE haya sido significativo.
- (e) La producción industrial y la manufacturera registraron en el bimestre abril-mayo tasas respectivas de crecimiento anual de 3.0 y 2.9 por ciento, a pesar de que la segunda fue afectada en dicho bimestre por un descenso anual de la producción de vehículos de la industria automotriz.¹⁵ Al cierre de mayo, la producción industrial y la manufacturera habían alcanzado, con datos desestacionalizados, incrementos acumulados de 4.27 y 4.88 por ciento con relación a septiembre del año pasado. Cabe señalar que la producción manufacturera ha mostrado un menor dinamismo que el observado por las exportaciones de ese sector, lo que podría sugerir que el repunte de la producción manufacturera dirigida al mercado interno ha sido modesto (Gráfica 15).
- (f) Durante el segundo trimestre del año los indicadores sobre confianza y clima de los negocios mostraron nuevos avances. Así, el Índice de Confianza de los Analistas del

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

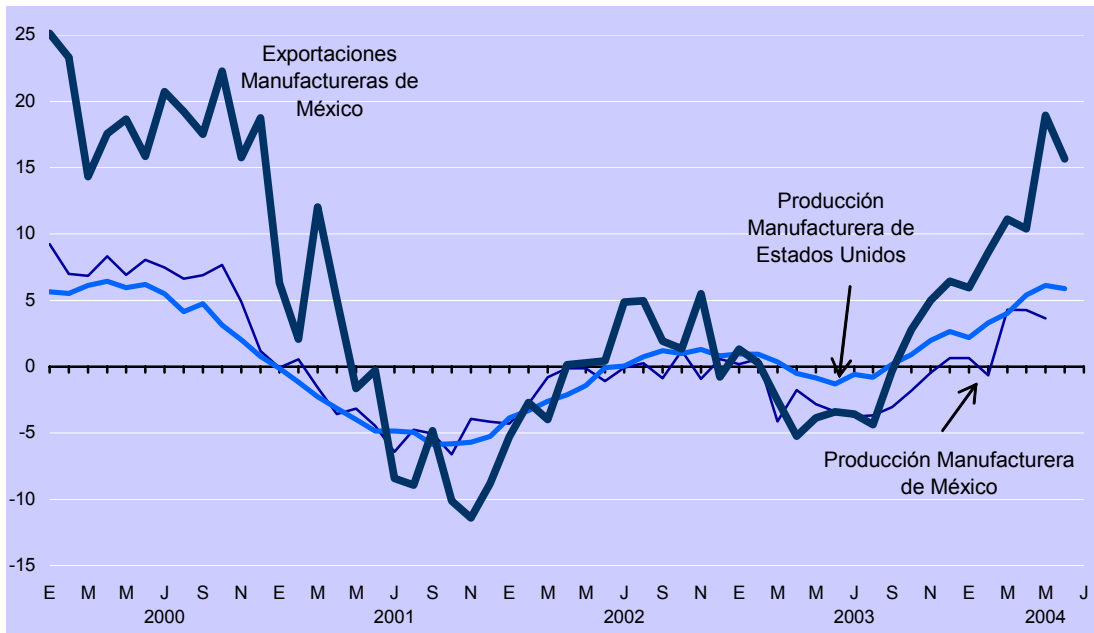
Sector Privado superó en 22.7 por ciento a su nivel del segundo trimestre de 2003, mientras que en el caso del Índice de Confianza de las Empresas Manufactureras, el incremento anual fue de 10.1 por ciento. Asimismo, en el segundo trimestre de 2004, el Índice de Confianza del Consumidor alcanzó un aumento anual de 0.3 por ciento. Cabe señalar que el nivel promedio de estos tres índices en el segundo trimestre también fue superior al observado en el primero.

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

Gráfica 15

Producción Manufacturera: México y Estados Unidos

Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados



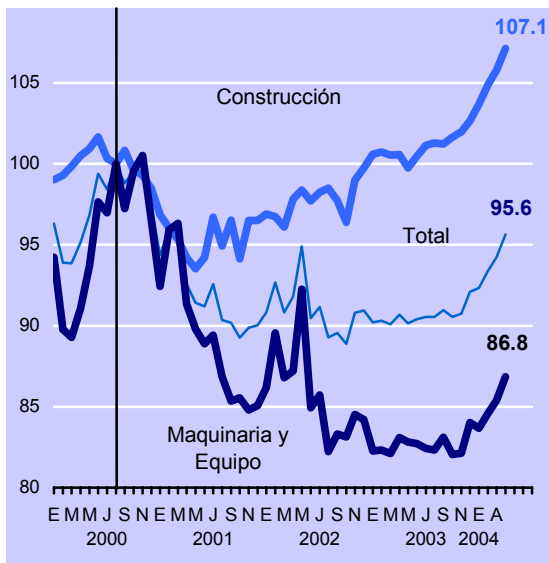
La evolución anterior de la amplia gama de indicadores sugiere que durante el segundo trimestre del año el PIB habría alcanzado un crecimiento anual mayor al del primero. Con datos desestacionalizados, ello implicaría un aumento trimestral significativo. Al interior de la demanda interna, la expansión que experimentó el gasto en consumo privado fue impulsada por los siguientes factores: una mayor disponibilidad de crédito por parte

de la banca comercial y de las cadenas comerciales; la continuación de incrementos de las remuneraciones medias reales en diversos sectores de la economía; la mejoría que presentó el empleo, tanto en el sector formal, como en el informal, así como el incremento en el Índice de Confianza del Consumidor. Debe mencionarse también que el monto de remesas familiares recibidas del exterior mostró en el trimestre un importante aumento a tasa anual. Los recursos por este concepto son destinados por las familias receptoras primordialmente al gasto en consumo.

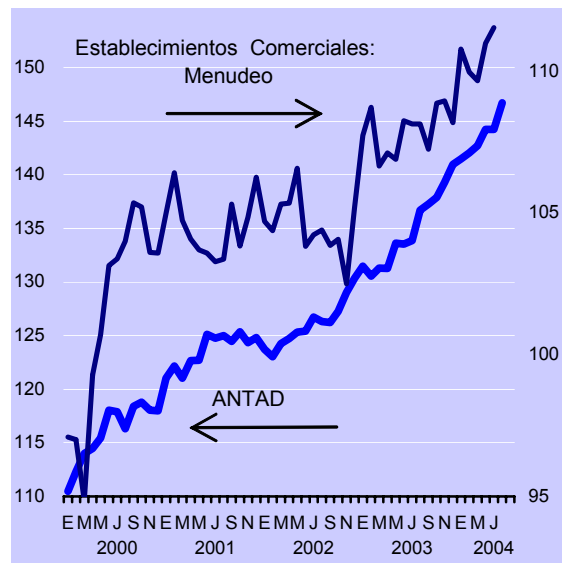
Gráfica 16 **Indicadores de Inversión y de Gasto de Consumo**

Datos desestacionalizados

a) Inversión Fija Bruta
Agosto de 2000=100



b) Ventas en Establecimientos Comerciales
1994=100



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

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

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

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

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

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

Recuadro 5 Aspectos acerca de la Competitividad de la Economía Mexicana

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

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

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

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

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

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

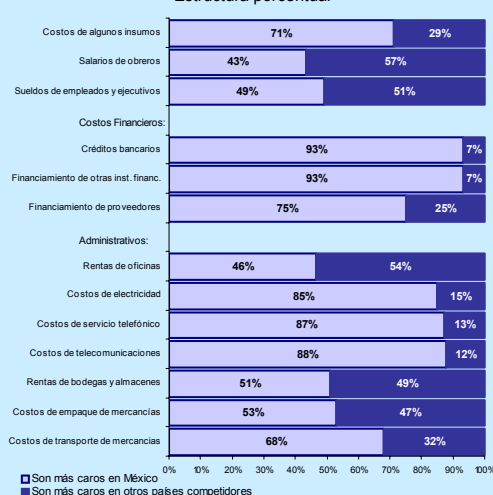
Factores	Estructura porcentual de las respuestas		Total
	Mucho	Poco o Nada	
1. Marco legal existente en el país	78	22	100
2. Ineficiencia de la burocracia en los trámites	86	34	100
3. Corrupción de las autoridades	58	42	100
4. Falta de infraestructura (carreteras, puentes, etc.)	50	50	100
5. Seguridad para las instalaciones y el personal	44	56	100
6. Requisitos para establecer nuevas empresas	43	57	100
7. Disponibilidad de recursos humanos calificados	31	69	100
8. Regulaciones ambientales	30	70	100

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

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

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

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



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

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

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

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

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

II.3.7. Balanza de Pagos y Flujos de Capital

Durante el segundo trimestre de 2004 la evolución del sector externo de la economía mexicana se vio influida tanto por factores externos como internos. Entre los primeros destacó, por un lado, la expansión de la actividad económica mundial, principalmente la de los Estados Unidos. Ello propició un mayor crecimiento de las exportaciones manufactureras las cuales, por su contenido importado, también incentivaron las compras de insumos del exterior; por otro, la gran incertidumbre que prevaleció en el mercado petrolero internacional, aunada al incremento de la demanda por ese energético en respuesta a la mayor actividad económica mundial, condujeron a un elevado precio internacional del crudo y a que se acrecentara el valor de las exportaciones petroleras nacionales. En el escenario interno, el fortalecimiento de la actividad económica nacional se reflejó en un aumento de las importaciones de mercancías. Estas condiciones implicaron que en el segundo trimestre del año los déficit de balanza comercial y de cuenta corriente se redujeran significativamente con respecto a los registrados en el segundo trimestre de 2003.

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

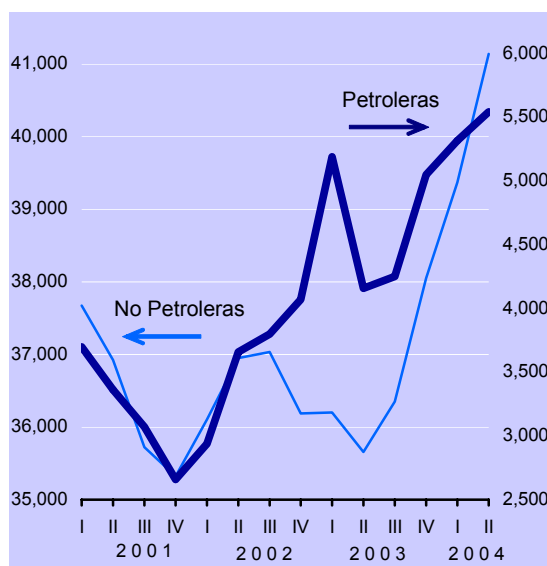
Las series desestacionalizadas de comercio exterior muestran que en el segundo trimestre del año tuvo lugar un importante repunte de las exportaciones e importaciones de mercancías. En cuanto a las primeras, ese desempeño reflejó la continuación del avance que habían iniciado desde la segunda mitad del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

Gráfica 17

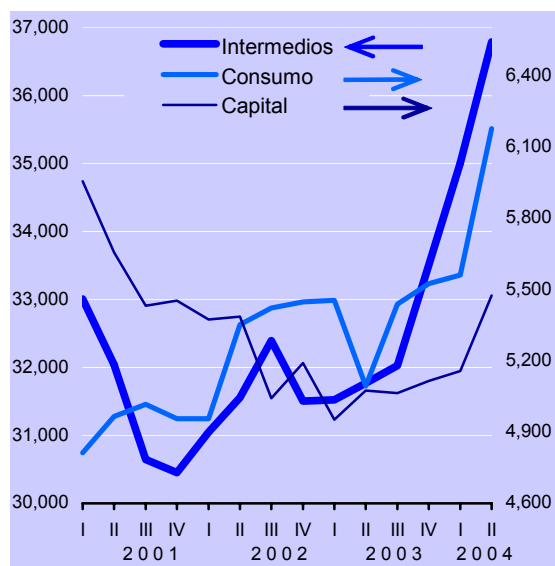
Comercio Exterior

Serie desestacionalizadas, millones de dólares

a) Exportaciones



b) Importaciones



Fuente: Banco de México

En el bimestre abril-mayo de 2004 las exportaciones de productos mexicanos a los Estados Unidos registraron un dinamismo importante, expandiéndose a una tasa anual de 12.9 por ciento. No obstante, ese aumento resultó más reducido que el de 17.98 por ciento de las exportaciones del conjunto de los otros socios comerciales de ese país. Consecuentemente, la participación de las ventas de productos mexicanos dentro de las importaciones de Estados Unidos descendió de 11.00 por ciento en el bimestre abril-mayo de 2003, a 10.83 por ciento en igual periodo del año en curso. Dicho resultado se vio influido por el menor ritmo de las exportaciones del sector automotriz.

Cuadro 7 Importaciones de los Estados Unidos
Por ciento

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

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

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

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

El ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares continuó aumentando en el segundo trimestre del año. En ese periodo, esos recursos sumaron 4,506 millones de dólares, cifra que implicó un incremento de 29.1 por ciento con relación al dato del periodo comparable de 2003. Con lo anterior, en los primeros seis meses del año el flujo referido alcanzó 7,878

millones de dólares, lo que significó un crecimiento anual de 25.9 por ciento. A su vez, lo anterior fue resultado de 24.3 millones de transacciones con un valor promedio de 324 dólares. El monto referido de remesas es equivalente a más de cuatro quintas partes de los ingresos por las exportaciones de petróleo crudo efectuadas en ese periodo.

Los resultados anteriores, aunados a la información parcial disponible de otros rubros, permiten estimar que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos del segundo trimestre de 2004 se haya ubicado en alrededor de 0.5 miles de millones de dólares. Como se ha dicho, ello reflejó tanto el aumento de las exportaciones petroleras, como el dinamismo de las remesas familiares y la presencia de factores estacionales. Cabe señalar que dicho saldo deficitario fue menor que los observados en igual trimestre de 2003 y en el primer trimestre de 2004. Con lo anterior, el déficit de la cuenta corriente en el primer semestre del presente año sumaría aproximadamente 2.3 miles de millones de dólares.

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

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

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

II.4.1. Acciones de Política Monetaria

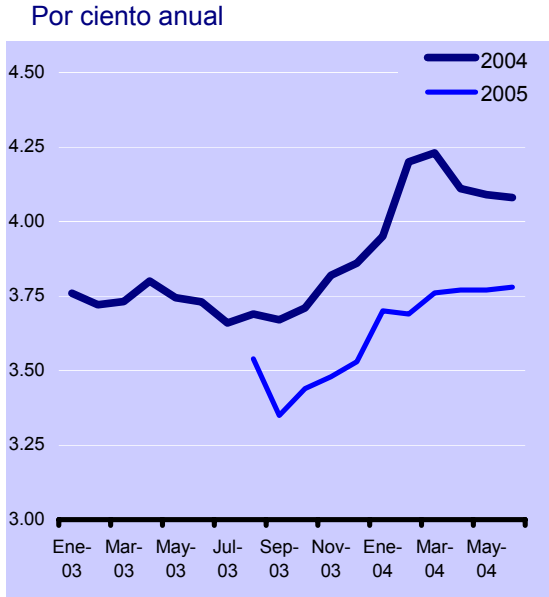
El esquema de política monetaria seguido por el Banco de México es uno de objetivos de inflación. Como se ha discutido en ocasiones anteriores, un elemento esencial de este esquema es la identificación del origen de las presiones sobre la inflación. La importancia de lo anterior obedece a que la respuesta de política monetaria depende de la naturaleza de dichas presiones: si provienen del lado de la oferta, se recomienda acomodar el efecto de una sola vez sobre el nivel de precios, vigilando que no se generen efectos de segundo orden; si, por el contrario, tienen su origen en la demanda, se aconseja reaccionar oportunamente para evitar un aumento generalizado de los precios.

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

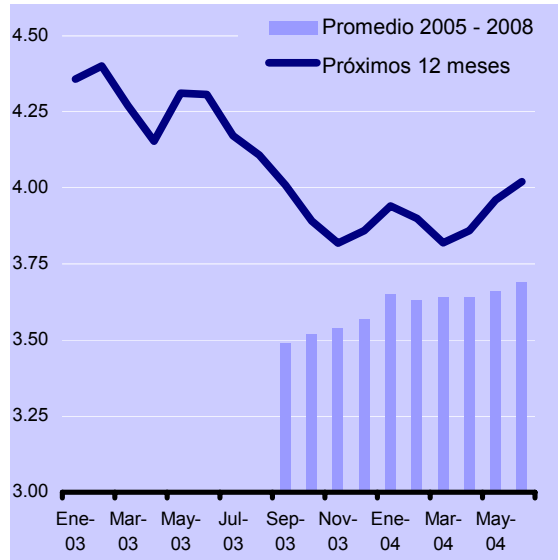
Los efectos de estas acciones sobre la postura monetaria se pueden apreciar en el “aplanamiento” que registró la curva promedio de rendimientos de enero a marzo y que se muestra en la Gráfica 19a. En particular, la tasa de interés de fondeo bancario se incrementó de manera considerable, cerrando el primer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

Gráfica 18 Expectativas de Inflación: Encuesta Banco de México

a) Expectativas de Inflación para 2004 y 2005

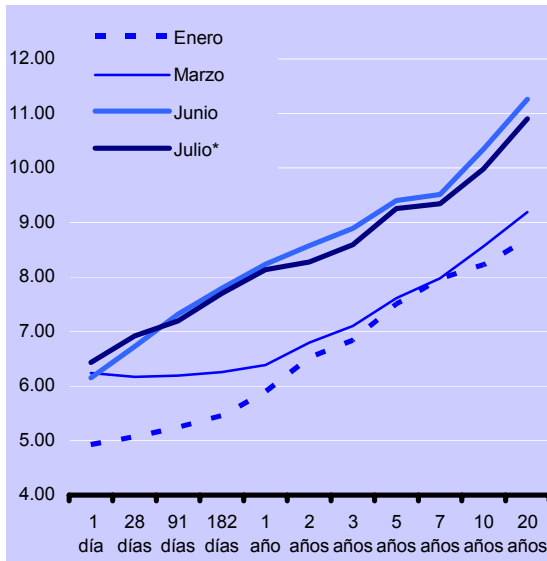


b) Expectativas de Inflación para los próximos 12 meses y promedio para 2005-2008

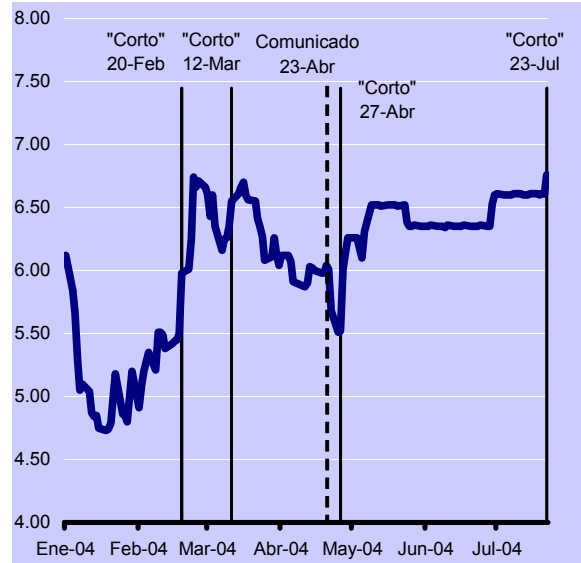


Gráfica 19 Tasas de Interés en México

a) Curva de Rendimiento Promedio Mensual



b) Fondo Bancario



* Información al 23 de julio.

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

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

En virtud del ajuste en las tasas de interés nacionales que ha propiciado el entorno externo, es conveniente elaborar en éste. Como se ha mencionado, la información económica que se dio a conocer a principios de abril en los Estados Unidos y que confirmaba que se consolidaba la recuperación de esa economía, comenzó a generar expectativas de que la Reserva Federal iniciaría un ciclo de acciones encaminadas a reducir las condiciones existentes de holgura monetaria con mayor intensidad y rapidez que lo anticipado hasta entonces. Este cambio de perspectivas sobre la política de la Reserva Federal modificó de manera considerable el entorno financiero, conduciendo a una elevación de las tasas de interés en los Estados Unidos y a nivel global.

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

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

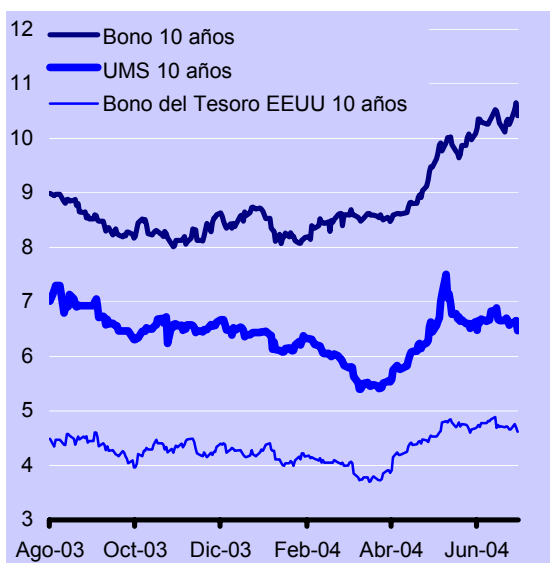
monetario se ha tornado cada vez más innecesario, las tasas de interés mostraron un moderado repunte.

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

Claramente, al estar la economía de México integrada a los mercados de bienes y de capitales mundiales, no puede sustraerse de las nuevas condiciones monetarias externas, las cuales se transfieren a nuestra economía a través de las diferentes cuentas de la balanza de pagos. Ello ya ha venido sucediendo y durante el segundo trimestre del año se reflejó en incrementos en las tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos y en ciertas presiones a que el tipo de cambio se depreciara (Gráfica 19a y Gráfica 20).

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

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



b) Tipo de Cambio Peso/Dólar



En este contexto, un reto fundamental para la conducción de la política monetaria es propiciar que el tránsito de la economía a un entorno de mayores tasas de interés sea ordenado. Esto cobra relevancia al considerar que el alza en los réditos, particularmente para plazos mayores, puede obedecer a diferentes motivos: incrementos en la productividad marginal del capital, que se reflejan en mayores tasas reales de interés (y que son propios de la

fase del ciclo por la que atraviesan las economías mundial y nacional), en las expectativas de inflación de largo plazo y/o en las diferentes primas de riesgo. A este respecto, el análisis de los movimientos recientes en la curva de rendimientos se complica por el hecho de que, en episodios anteriores de alzas en las tasas de interés internacionales, los instrumentos financieros no tenían la duración promedio actual. Así, es posible que el incremento en las tasas de interés de los valores de mayor plazo refleje, en parte, un alza en primas de riesgo y liquidez.

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

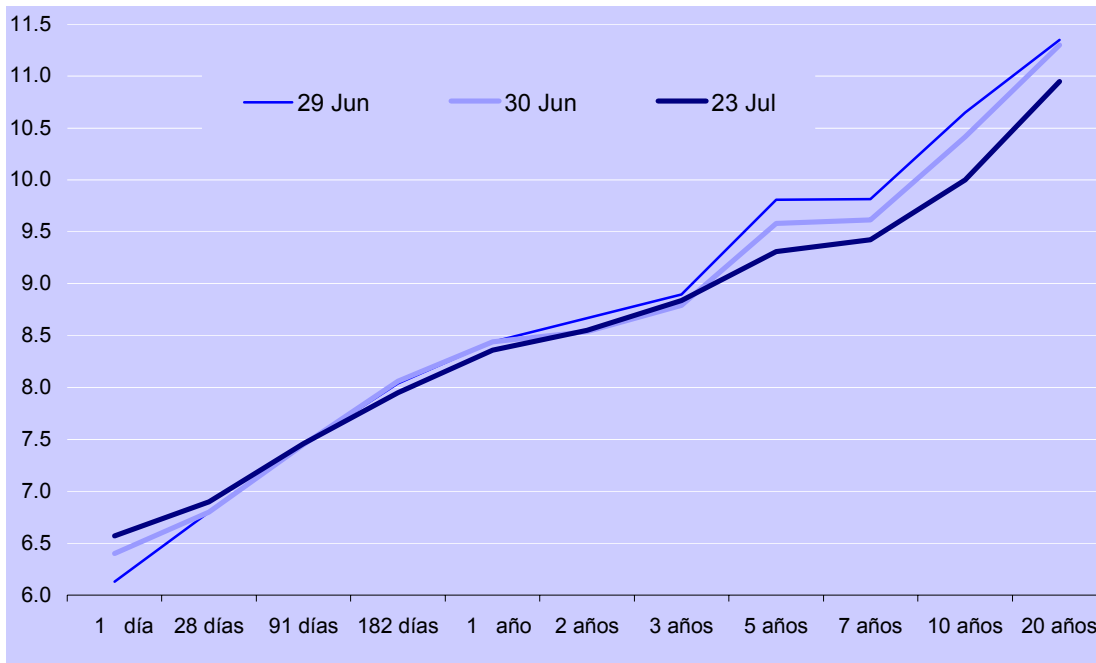
En este entorno, y en virtud de las diferentes presiones que se han cernido sobre la inflación, el Banco de México ha venido restringiendo la postura monetaria. En particular, en el Comunicado de Prensa del 23 de abril el Instituto Central expresó que ante el incremento que se había presentado en las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

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

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

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

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



II.5. Agregados Monetarios y Crediticios

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

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

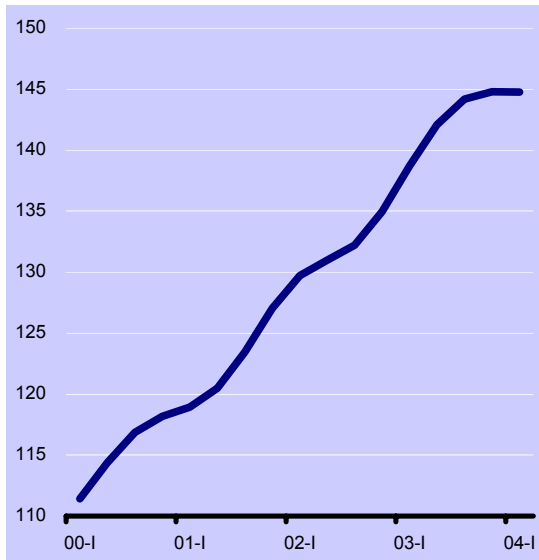
El incremento de la base monetaria durante abril-junio fue de 11.4 miles de millones de pesos. En dicho lapso, los activos

¹⁸ Variaciones calculadas con base en el promedio de saldos diarios.

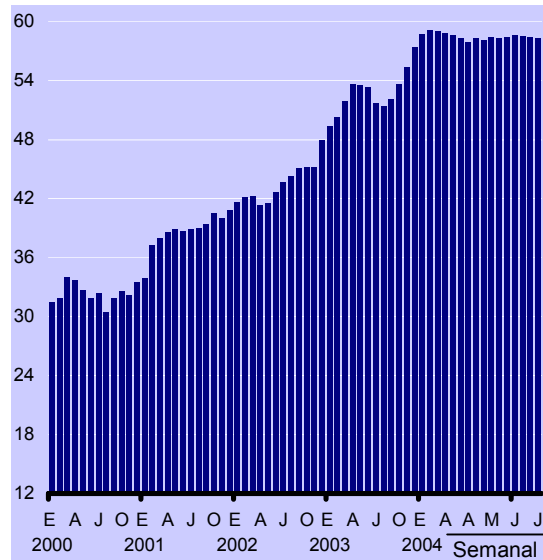
internacionales se contrajeron 1.2 miles de millones de dólares, con lo que su saldo al 30 de junio fue de 60.5 miles de millones de dólares. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México aumentó 24.6 miles de millones de pesos en el segundo trimestre del año.

Gráfica 22 Base Monetaria y Reservas Internacionales

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



b) Reserva Internacional
Miles de millones de dólares



Cuadro 8 Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto

Millones

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

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

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

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

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

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

Al igual que en periodos anteriores, la principal fuente de acumulación de reservas internacionales durante el segundo

trimestre fueron las ventas de divisas de PEMEX (2,484 millones de dólares). Cabe señalar que a lo largo del 2004, esta paraestatal ha recurrido a la colocación de deuda en el mercado interno para financiar PIDIREGAS.¹⁹ Ello le ha permitido diversificar sus fuentes de financiamiento, disminuyendo en el margen las colocaciones que tradicionalmente se realizaban en el exterior. En cuanto a los usos de reservas internacionales durante el segundo trimestre, destaca la venta de dólares a través del mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales (1,892 millones de dólares) y la adquisición de 1,446 millones de dólares por parte del Gobierno Federal para hacer frente al servicio de su deuda externa. Es oportuno resaltar que el mencionado mecanismo ha permitido atenuar el ritmo de acumulación de las reservas internacionales (Gráfica 22b).

II.5.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

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

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

¹⁹ Proyectos de Infraestructura Productiva de Largo Plazo.

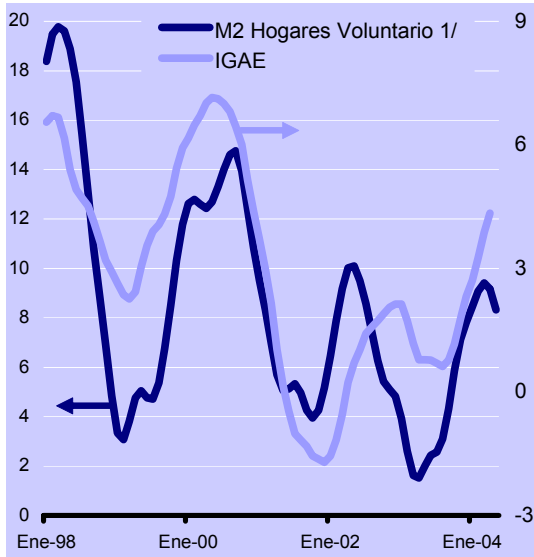
²⁰ Se refiere al crédito bancario directo.

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

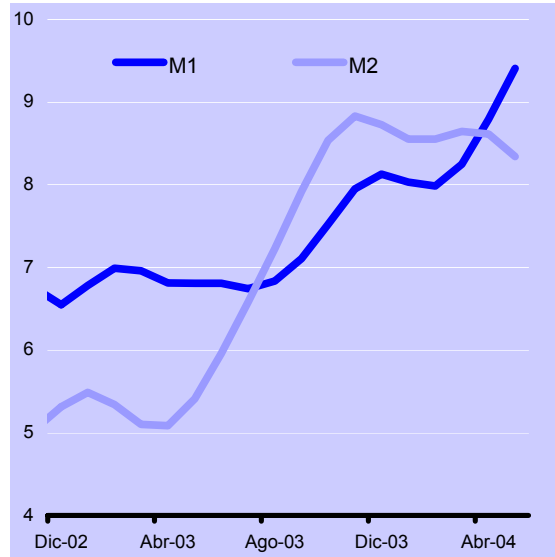
recuperación del crédito al sector de los hogares es aún mayor (Gráfica 24b).²²

Gráfica 23 Agregados Monetarios

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



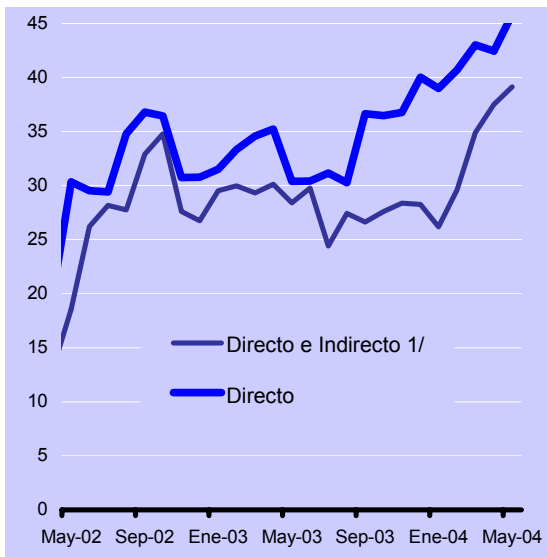
b) Variación real anual en por ciento de series de tendencia



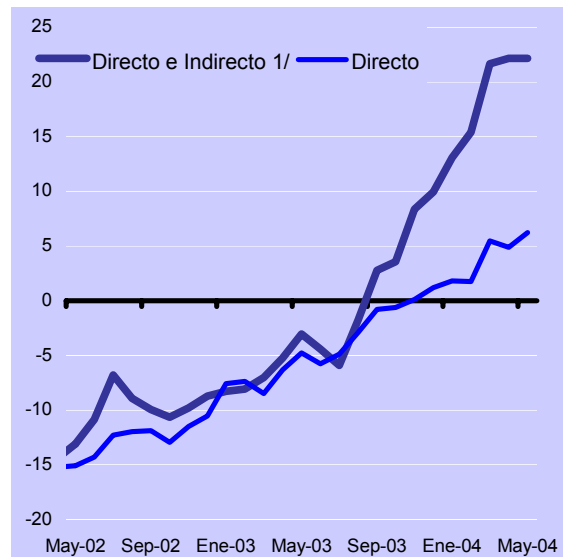
1/ Incluye billetes y monedas en poder del público, captación, valores públicos y privados en poder de particulares (M2 hogares), menos los recursos del SAR.

Gráfica 24 Crédito Bancario a Hogares

a) Crédito al Consumo
Variación real anual en por ciento



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



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

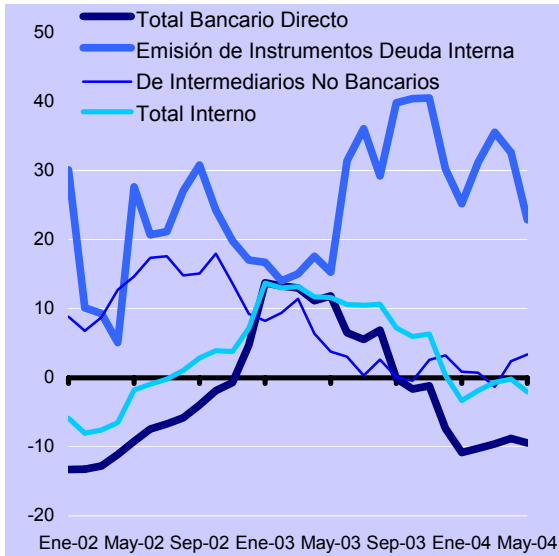
²² A mayo de 2004 la cartera vigente de las Sofoles Inmobiliarias registró una variación real anual de 28.4 por ciento y representaba el 62.3 por ciento de la cartera vigente total a la vivienda (excluyendo la cartera afecta a programas de reestructura).

Por otro lado, aún no se aprecia un incremento importante en el financiamiento total a empresas. Al respecto, destaca que la contracción presentada en el financiamiento bancario en los últimos años ha sido compensada, parcialmente, por la colocación de valores (Gráfica 25a). No obstante, ante el incremento en las tasas de interés en los últimos meses, el ritmo de emisión de instrumentos de deuda interna ha disminuido significativamente. Así, en el segundo trimestre del año sólo se realizaron cinco colocaciones privadas de certificados bursátiles de mediano plazo, por un total de 2 mil millones de pesos, cuando en el primero se llevaron a cabo 15 emisiones por 12.6 miles de millones de pesos.

Gráfica 25 Financiamiento Interno a Empresas

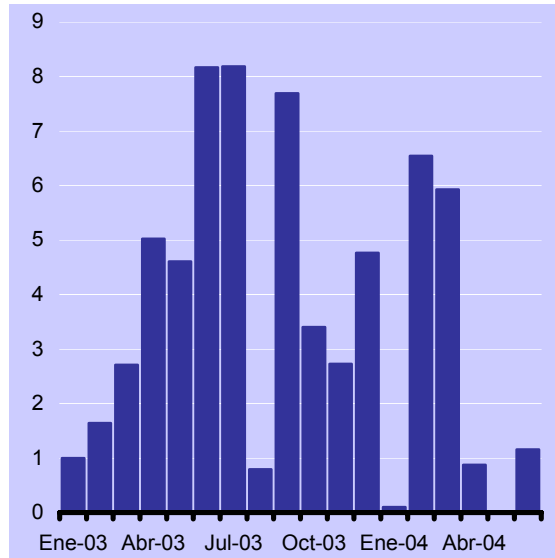
a) Financiamiento Interno a Empresas

Variación real anual en por ciento



b) Certificados Bursátiles Privados de Mediano Plazo

Monto emitido durante el mes en miles de millones de pesos



III. Perspectivas del Sector Privado para 2004²³

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

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

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

En las previsiones de los analistas económicos del sector privado también sobresale una mejoría en el trimestre del nivel promedio del Índice de Confianza y de Clima de Negocios de los Analistas Económicos del Sector Privado que elabora el Banco de México. También destaca que los especialistas continúan

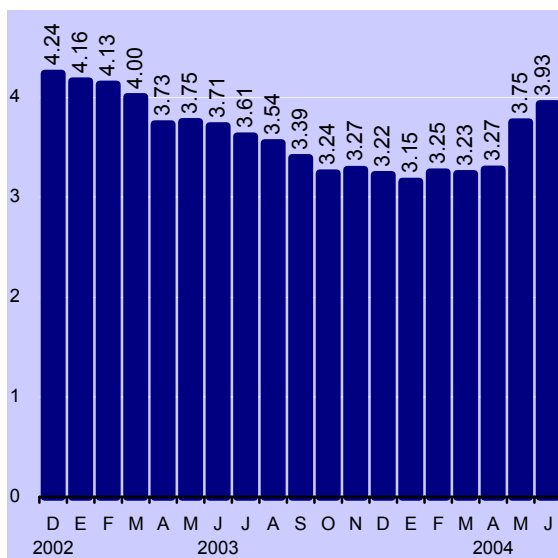
²³ A menos que se especifique lo contrario, los pronósticos reportados en esta sección se obtienen de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba mensualmente el Banco de México.

subrayando la necesidad de avanzar en materia de cambio estructural para inducir mayores niveles de inversión en el país.

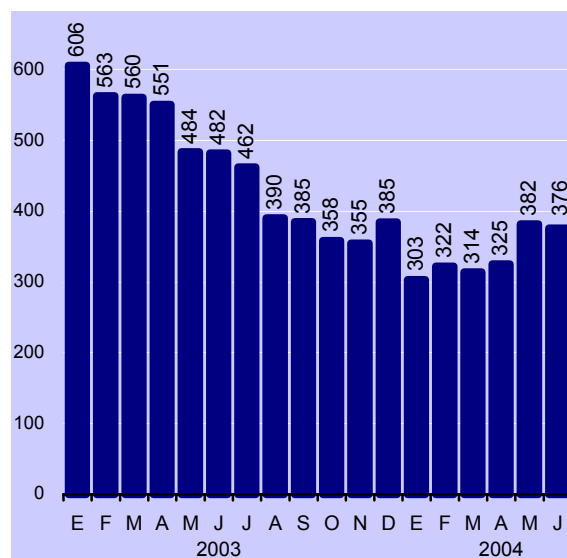
Gráfica 26

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

a) Crecimiento Real del PIB
Por ciento



b) Incremento en el Número de Asegurados
Miles de trabajadores



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

Cuadro 9

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

	Mar. 2004	Jun. 2004		Mar. 2004	Jun. 2004
Crecimiento del PIB Real en México			Tipo de Cambio (Pesos por dólar, cierre del año)		
2004	3.23%	3.93%	2004 Encuesta Banxico	11.43	11.59
2005	3.70%	3.82%	Futuros ^{2/}	11.53	11.74
Déficit Comercial (Millones de dólares)			2005 Encuesta Banxico	11.81	11.95
2004	8,018	6,580	Mezcla Mexicana de Petróleo (Dólares por barril en promedio)		
Déficit de la Cuenta Corriente (Millones de dólares)			2004 Encuesta Banxico	23.52	27.75
2004	12,897	11,215	Incrementos Salariales		
Inversión Extranjera Directa (Millones de dólares)			Para Mayo 2004	4.54%	n.d.
2004	13,626	15,115	Para Junio 2004	n.d.	4.30%*
2005	13,725	13,613	Índice de Confianza y de Clima de los Negocios		
Crecimiento del PIB Real y de la Producción Industrial en los EUA Durante 2004 y 2005					
Crecimiento del PIB en 2004			Crecimiento del PIB en 2005		
Encuesta Banxico	4.46%	4.57%	Encuesta Banxico	3.73%	3.68%
Consensus Forecasts ^{3/}	4.6%	4.7%	Consensus Forecasts ^{3/}	3.7%	3.8%
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	4.7%	4.7%	Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	3.8%	3.7%
Producción Industrial en 2004			Producción Industrial en 2005		
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	4.9%	5.0%	Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	4.9%	5.1%

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

2/ Los futuros del tipo de cambio corresponden al 31 de marzo y al 5 de julio de 2004.

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

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

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

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

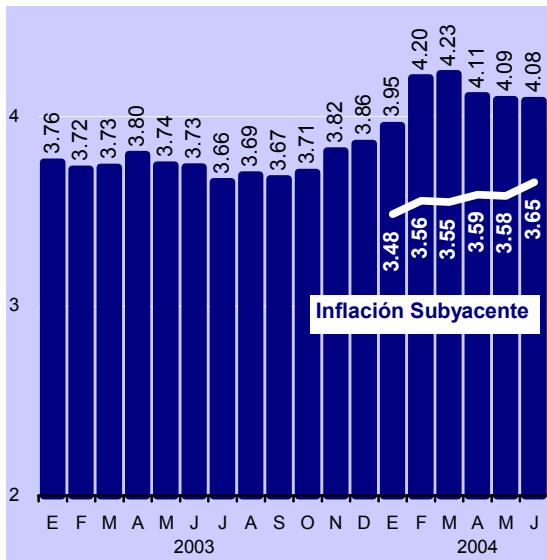
III.2. Expectativas sobre la Inflación

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

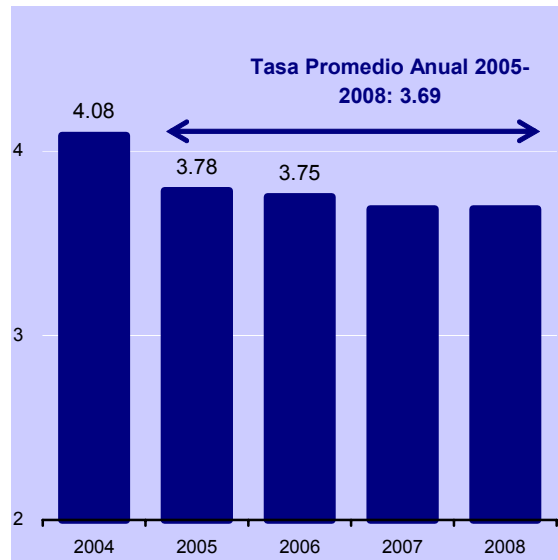
Gráfica 27

Expectativas de los Consultores sobre la Inflación en 2004-2008

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



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



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

IV. Balance de Riesgos y Conclusiones

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

- (a) Se mantiene la recuperación de la economía de los Estados Unidos en el segundo semestre de 2004 y en 2005, pese a que la última información disponible ha conducido a que diversos analistas revisen ligeramente a la baja su pronóstico de crecimiento. Actualmente, el promedio de dichos pronósticos para 2004 se sitúa en 4.5 por ciento (cifra aún superior a las estimaciones de crecimiento de su PIB potencial). En cuanto a la producción industrial, se prevé una mayor expansión en 2004, la cual pasó de una estimación de 4.9 por ciento a finales del primer trimestre, a 5.3 por ciento actualmente.
- (b) El entorno internacional de mayor astringencia monetaria ha conducido a un alza generalizada de las tasas de interés nacionales. No obstante, como ya se comentó, los efectos de este entorno sobre el gasto se han visto atenuados por los amplios recursos provenientes de los ingresos petroleros y las remesas familiares.
- (c) Se anticipa un precio promedio de la mezcla mexicana de petróleo para 2004 de entre 28 y 29 dólares por barril.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- (a) Se espera que en los siguientes meses la inflación subyacente total presente cierta tendencia lateral, para posteriormente retomar de forma gradual su tendencia a la baja. La persistencia que ha mostrado y se espera continúe registrando en los siguientes meses dicha inflación es resultado de dos tendencias contrapuestas, en las cuales se abunda en los siguientes dos incisos.
- (b) En primer lugar, la inflación subyacente de las mercancías ha mostrado una tendencia creciente, determinada en gran medida por la evolución de los precios de los alimentos. Ello, como se ha mencionado, se debe fundamentalmente al alza en las cotizaciones

internacionales de diversas materias primas. Si bien los mercados a futuro anticipan que eventualmente esta influencia comenzará a ceder, es previsible que los precios de los alimentos continúen incrementándose por algún tiempo. Adicionalmente, las presiones sobre los precios de las mercancías (tanto alimentos como otras mercancías) podrían verse intensificadas de incrementarse el traspaso de la depreciación cambiaria a raíz de la fase del ciclo por la que atraviesa la economía.

- (c) La evolución de la inflación anual subyacente de los servicios distintos de la vivienda muestra que la economía sigue mostrando una tendencia de largo plazo hacia la reducción de la inflación. No obstante, es importante reiterar la necesidad de que los incrementos salariales en términos reales reflejen los incrementos esperados en la productividad.
- (d) Por lo que toca a las perspectivas del subíndice de la vivienda destacan dos tendencias que se contraponen y se equilibran: por un lado, las presiones derivadas del alza en el precio internacional de algunos insumos de la construcción residencial, tales como los productos metálicos; y, por otro, la moderación de las rentas, en respuesta a la mayor oferta de casas-habitación con un acceso creciente al financiamiento. Como resultado de estos factores, se anticipa que este subíndice de precios muestre cierta resistencia a la baja en los siguientes meses.
- (e) En lo que se refiere a la inflación no subyacente, la volatilidad de las variaciones de los diferentes subíndices que la componen, así como lo imprevisible de las perturbaciones que la afectan, dificultan una evaluación precisa de sus perspectivas. Sin embargo, deben resaltarse, entre otros, los siguientes factores: i) en los siguientes meses continuarán revirtiéndose, si bien lentamente, los efectos de los choques a los precios de los productos pecuarios provenientes de las restricciones que se impusieron a la importación de productos cárnicos a principios del año; ii) los mercados a futuros sugieren una ligera reversión del alza observada en los precios de los energéticos; y, iii) las frutas y verduras han acumulado seis meses con variaciones mensuales negativas; este inusual fenómeno podría revertirse en el futuro próximo. Con todo, en ausencia de choques de oferta adicionales,

se anticipa que la inflación no subyacente anual se reduzca hacia principios del próximo año.

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

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

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

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

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

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

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

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

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