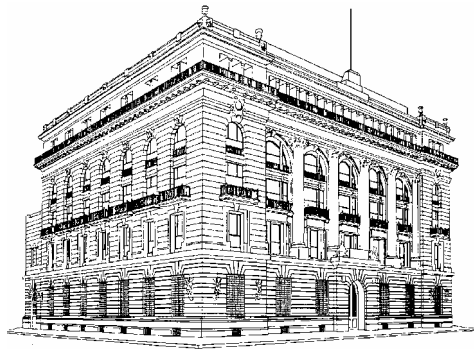


Informe sobre la Inflación

Abril – Junio 2003



BANCO DE MEXICO

JULIO 2003

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÚÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 25 de julio de 2003. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

INDICE

I. Introducción	1
II. Evolución Reciente de la Inflación	4
II.1. Evolución de los Distintos Indicadores de Inflación	5
II.1.1. Inflación Anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente	5
II.1.2. Inflación Mensual del Índice Nacional de Precios al Consumidor	7
II.1.3. Índice Nacional de Precios Productor	8
II.2. Principales Determinantes de la Inflación	8
II.2.1. Entorno Externo	8
II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo	18
II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas	23
II.2.4. Balanza de Pagos, Flujos de Capital y Tipo de Cambio	27
II.2.5. Precios Administrados y Concertados	32
II.2.6. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación	33
III. La Política Monetaria durante el Segundo Trimestre de 2003	34
III.1. Acciones de Política Monetaria	34
III.2. Agregados Monetarios y Crediticios	38
III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales Netos	38
III.2.2. Agregados Monetarios y Financiamiento	40
IV. Perspectivas del Sector Privado para 2003	43
IV.1. Pronóstico sobre la Actividad Económica y sobre otras Variables que Influyen en la Inflación	43
IV.2. Expectativas sobre la Inflación	45
V. Balance de Riesgos	47

I. Introducción

Durante el segundo trimestre de 2003, la trayectoria de la inflación y el comportamiento de sus principales determinantes fueron compatibles con el objetivo de inflación de 3 por ciento (con un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual) para el cierre del año y para el largo plazo. Las condiciones financieras y monetarias que prevalecieron y, en general, la debilidad de la demanda agregada, contribuyeron a contener las presiones sobre los precios. Asimismo, han terminado de disiparse los efectos de las diferentes perturbaciones de oferta que afectaron al índice general de precios durante 2002, sin haberse registrado consecuencias de importancia sobre el índice de precios subyacente. En congruencia, durante el trimestre analizado tuvo lugar una reducción significativa de la brecha entre las expectativas de inflación para el cierre del año y la meta correspondiente. A partir del 2004, la política monetaria se orientará a mantener el objetivo de largo plazo.

La inflación general anual se redujo de manera importante en el periodo abril-junio de 2003. Ello fue resultado de una marcada disminución en la variación del componente no subyacente del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), destacando la baja que mostró la inflación anual de los productos agropecuarios. Así, en el trimestre la inflación anual no subyacente continuó su convergencia hacia el objetivo. En contraste, la inflación anual subyacente tuvo un repunte marginal, aunque se mantuvo dentro del intervalo de variabilidad alrededor de la meta establecida para la inflación del INPC. Dentro de dicho índice, la variación anual de los precios de los servicios experimentó una disminución, mientras que la correspondiente a las mercancías aumentó ligeramente, al reflejar las inflaciones mensuales atípicamente reducidas que se registraron en el segundo trimestre de 2002.

El proceso de estabilización de precios se ha desarrollado en un entorno de debilidad de la demanda agregada. Por una parte, la caída que sufrió la actividad industrial en Estados Unidos se tradujo en una reducción de la demanda externa. Por otra, persiste la lasitud de la demanda interna, dado que la fuerte contracción del gasto en inversión no ha sido compensada por la expansión del consumo.

En la actualidad, la economía internacional se caracteriza por la atonía generalizada de la actividad productiva. Esto ha traído como consecuencia una reducción de las tasas de interés internacionales sin precedentes en las últimas décadas, en un contexto en que, en general, las condiciones financieras a nivel mundial se han relajado de manera considerable.

En dicho entorno y dada la tendencia hacia la meta establecida, tanto de la inflación como de sus expectativas, es importante resaltar dos aspectos de la política monetaria:

- (a) En primer lugar, las tasas de interés internas han alcanzado niveles históricamente reducidos, reflejando la menor inflación y la mayor liquidez en los mercados financieros internacionales; y
- (b) En segundo, la menor acumulación de reservas internacionales acordada por la Comisión de Cambios ha permitido, en el margen, incrementar la disponibilidad de recursos en la economía para el financiamiento de actividades productivas.

De esta manera, manteniendo una atenta vigilancia sobre los diversos indicadores de la inflación y de sus expectativas, la política monetaria está contribuyendo a que se presenten condiciones financieras propicias para una reactivación de la producción.

La Junta de Gobierno del Banco de México considera que, en lo que resta del año, la inflación anual general continuará su tendencia hacia el objetivo de 3 por ciento, mientras que la inflación subyacente permanecerá dentro del intervalo de variabilidad establecido para la inflación del INPC. Sin embargo, este escenario no está exento de riesgos. Entre ellos destacan los siguientes:

- (a) La inflación subyacente ha mostrado cierta resistencia a la baja en los últimos meses, si bien se ha mantenido dentro del intervalo de variabilidad por más de un año;
- (b) La volatilidad del índice de precios agropecuarios podría inducir desviaciones significativas de la inflación respecto de la meta para el cierre del año, aunque no para el objetivo en el mediano plazo;
- (c) Una fuerte alza del precio del gas LP implicaría otra perturbación de oferta que tomaría algún tiempo para ser asimilada; y

- (d) Los incrementos salariales recientes no parecen compatibles con las condiciones de holgura en el mercado laboral.

En lo que respecta a la actividad económica, subsiste el temor de que se retrase la recuperación de la actividad industrial en los Estados Unidos anticipada para el segundo semestre de este año. Ello incidiría adversamente sobre la evolución de la economía nacional. Finalmente, en el mediano plazo, la postergación de las reformas estructurales continuaría repercutiendo negativamente sobre la competitividad de la economía.

Una vez que la tasa de inflación coincida con su objetivo de largo plazo, se estaría concluyendo un largo proceso de desinflación de la economía mexicana. En adelante, la tarea de la política monetaria consistiría en consolidar la estabilidad de precios en México. La guía para la conducción de la política monetaria será entonces alcanzar el objetivo de inflación de 3 por ciento con un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual, el cual permite considerar perturbaciones positivas y negativas que son inherentes a los ajustes de precios relativos.

II. Evolución Reciente de la Inflación

La trayectoria de los precios durante el segundo trimestre de 2003 resultó en su conjunto favorable. En dicho periodo la inflación anual general registró una baja significativa, apoyada en la evolución de los precios de frutas y verduras y de los bienes administrados y concertados. Por otra parte, la inflación anual subyacente tuvo un ligero repunte. Así, con relación a los principales índices de precios, destacó lo siguiente:

- (a) La inflación anual del INPC se redujo significativamente;
- (b) La inflación anual subyacente mostró un incremento marginal, ocasionado por el alza que registró la subyacente de las mercancías, la cual no alcanzó a ser compensada totalmente por la baja que presentó la de los servicios;
- (c) El incremento anual que experimentó el subíndice subyacente de las mercancías es atribuible a que ésta resultó atípicamente baja durante el mismo trimestre de 2002;
- (d) La variación anual de los precios de los productos agropecuarios disminuyó a causa de una reducción importante de la de las frutas y verduras;
- (e) La inflación anual de los bienes y servicios con precios administrados y concertados continuó disminuyendo, situándose al cierre del trimestre por debajo de la inflación anual general; y
- (f) La inflación anual del Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) sin petróleo y sin servicios revirtió la tendencia alcista que había mostrado desde el segundo trimestre de 2002.

II.1. Evolución de los Distintos Indicadores de Inflación

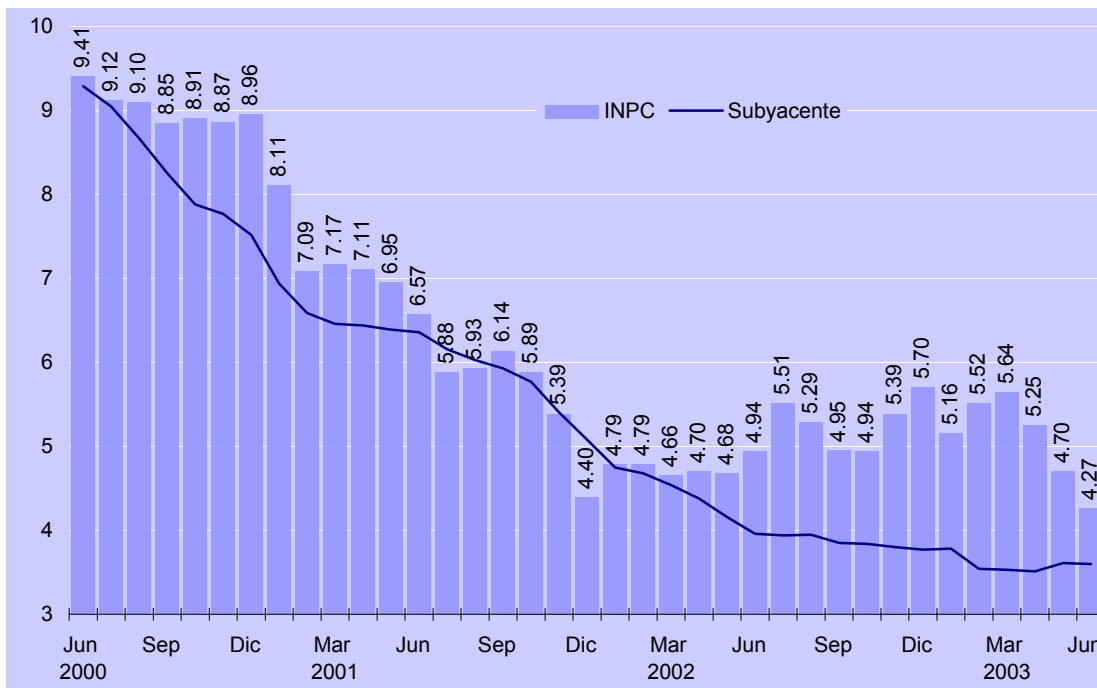
II.1.1. Inflación Anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente

En junio de 2003 la inflación anual del INPC resultó de 4.27 por ciento, lo que significó una reducción de 1.37 puntos porcentuales con respecto a la cifra correspondiente a marzo. Dicha tasa es la menor registrada en tres décadas. Por otra parte, en el mismo lapso la inflación anual subyacente aumentó marginalmente 0.07 puntos porcentuales, al pasar de 3.53 por ciento en marzo a 3.60 por ciento en junio (Gráfica 1).

Gráfica 1

Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente

Variación anual en por ciento



La disminución que tuvo la inflación anual general durante el trimestre analizado es atribuible a la evolución de los precios del componente que se excluye del cálculo subyacente del INPC. En particular, tanto la inflación anual de los productos agropecuarios (Sección II.2.6), como la de los bienes con precios administrados y concertados, registraron una reducción

significativa en el periodo de análisis (Cuadro 1). Esto último se debió en gran medida a la caída, proporcionalmente mayor a la observada el año anterior, de los precios de la electricidad por el inicio de la temporada cálida en 13 ciudades del norte del país (Sección II.2.5).

Al cierre del segundo trimestre de 2003, la inflación anual subyacente de las mercancías registró un incremento de 0.13 puntos porcentuales con respecto al término del trimestre anterior, con lo que se ubicó en 2.16 por ciento. El repunte se explica, en lo principal, por los incrementos atípicamente bajos que registró este subíndice en el mismo trimestre del año anterior. Esto se comprueba al considerar que la variación mensual promedio del índice de mercancías durante el segundo trimestre fue 0.11 por ciento, mientras que en el mismo periodo del año anterior dicho promedio se situó en 0.07 por ciento. Por su parte, de marzo a junio de 2003, la inflación anual subyacente de los servicios pasó de 5.40 por ciento a 5.25 por ciento (Gráfica 2).

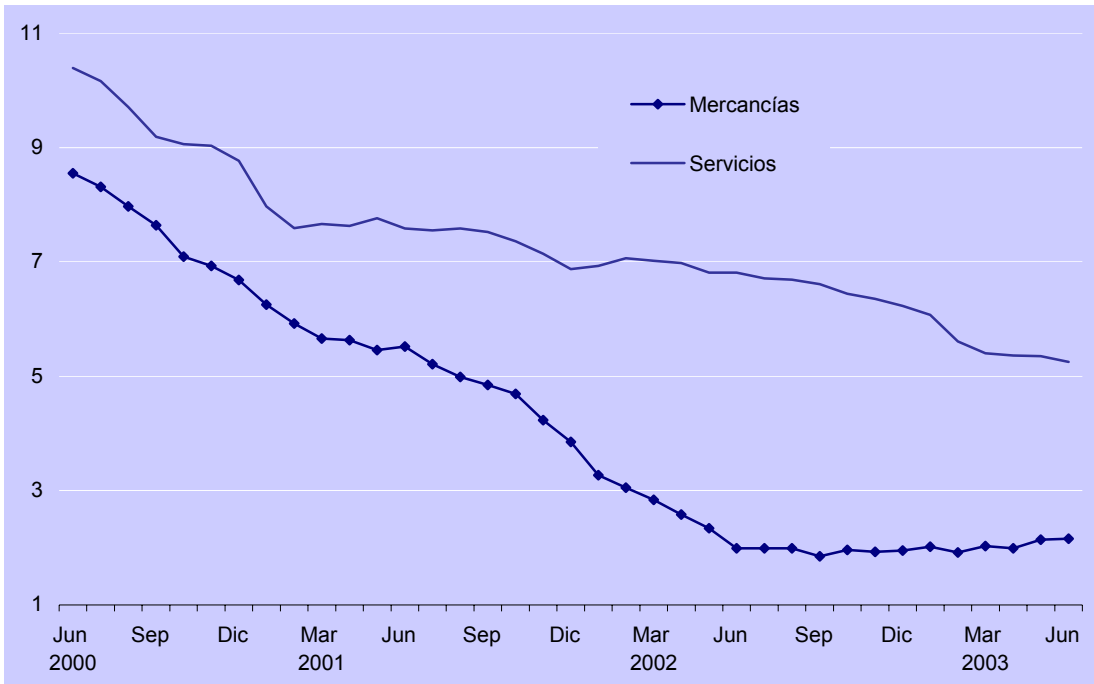
Cuadro 1 **Indices de Precios: INPC, Subyacente, Productos Agropecuarios, Educación y Administrados y Concertados**
Por ciento

	Variaciones Anuales			Variaciones Trimestrales		
	Jun 2003/ Jun 2002	Mar 2003/ Mar 2002	Jun 2002/ Jun 2001	Jun 2003/ Mar 2003/ Dic 2002	Mar 2003/ Dic 2002	Jun 2002/ Mar 2002/
	INPC	4.27	5.64	4.94	-0.07	1.32
Subyacente	3.60	3.53	3.96	0.78	1.43	0.71
Mercancías	2.16	2.03	1.99	0.34	1.09	0.20
Servicios	5.25	5.40	6.81	1.28	1.81	1.43
Agropecuarios	6.09	13.42	5.15	-1.54	-0.77	5.27
Frutas y Verduras	6.49	28.90	12.82	-3.88	-6.55	16.34
Carne y Huevo	5.81	4.37	0.42	0.11	3.73	-1.25
Educación	10.31	10.24	13.16	0.26	1.17	0.20
Administrados y Concertados	4.21	8.22	6.93	-2.80	1.93	0.95
Administrados	6.86	15.02	7.27	-6.16	3.09	1.00
Concertados	2.01	2.60	6.66	0.33	0.88	0.91

Gráfica 2

Indices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios

Variación anual en por ciento



II.1.2. Inflación Mensual del Índice Nacional de Precios al Consumidor

En el periodo abril-junio de 2003, la inflación mensual del INPC mantuvo una tendencia descendente (Gráfica 3). Asimismo, en ese lapso la inflación mensual observada resultó significativamente menor que la pronosticada por los especialistas del sector privado en cada uno de los meses del trimestre. La mayor divergencia se registró en el mes de mayo, en el cual la inflación observada resultó de -0.32 por ciento y la esperada de 0.24 por ciento (Cuadro 2).

Cuadro 2

Inflación Mensual Observada y Esperada

Por ciento

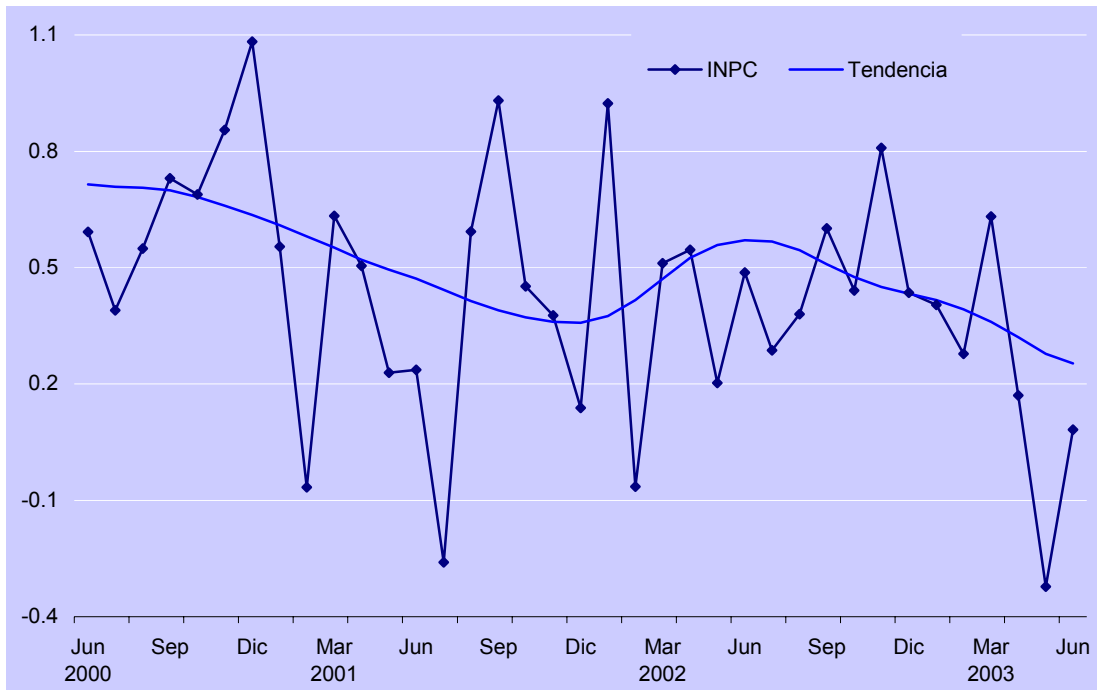
	2003		2002	
	Observada	Esperada ^{1/}	Observada	Esperada ^{1/}
Abril	0.17	0.36	0.55	0.37
Mayo	-0.32	0.24	0.20	0.22
Junio	0.08	0.29	0.49	0.24

^{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.

Gráfica 3

Indice Nacional de Precios al Consumidor

Variación mensual en por ciento

**II.1.3. Índice Nacional de Precios Productor**

Al cierre del segundo trimestre de 2003, la variación anual del INPP sin petróleo y sin servicios se ubicó en 5.71 por ciento, mientras que al cierre del trimestre anterior había alcanzado 8.34 por ciento. Esta reducción revirtió la trayectoria ascendente que venía presentando desde el segundo trimestre del año pasado. Ello fue resultado principalmente de la baja que mostró la inflación anual del componente de exportaciones del INPP sin petróleo y sin servicios.

II.2. Principales Determinantes de la Inflación**II.2.1. Entorno Externo**

Durante el segundo trimestre de 2003, diversos factores externos ejercieron un impacto considerable sobre la marcha de la economía mexicana. La actividad económica nacional resultó afectada por la demora inesperada de la reactivación de las principales economías mundiales. En particular, México padeció la caída de la actividad industrial en los Estados Unidos, debido a la

estrecha relación que guardan con ella las exportaciones manufactureras de nuestro país. Otro factor fue la reducción de los precios de exportación del petróleo, cuyos elevados niveles habían beneficiado a las finanzas públicas en el trimestre anterior. Sin embargo, los precios del crudo se mantuvieron por encima de los previstos en los cálculos presupuestales del Gobierno Federal. Asimismo, la economía mexicana se vio favorecida por la mejoría en las condiciones de acceso a los mercados mundiales de capital, al aclararse el entorno geopolítico.

II.2.1.1. Precio del Petróleo

En el segundo trimestre de 2003, el precio promedio del petróleo WTI fue de 29.05 dólares por barril, cifra menor en cinco dólares a la registrada en el primer trimestre del año. Dicho descenso reflejó principalmente la disipación de la incertidumbre al finalizar el conflicto bélico en Irak. También contribuyó a ello la recuperación de la producción petrolera de Venezuela tras la huelga general que afectó a ese país. A pesar de lo anterior, hacia la segunda mitad del periodo el precio del petróleo repuntó, en parte a causa de los bajos niveles de inventarios en los Estados Unidos y en parte a que la producción petrolera de Irak no se recuperó a los niveles esperados.

En el periodo abril-junio de 2003, el precio de la mezcla mexicana de petróleo se ubicó en un nivel medio de 22.46 dólares por barril, 4.53 dólares por debajo del correspondiente al primer trimestre del año. Aun así, esta cotización resultó más de cuatro dólares superior al promedio anual utilizado en las proyecciones presupuestarias del Gobierno Federal para 2003. Durante el lapso referido, el diferencial promedio entre los precios de la mezcla mexicana y del crudo WTI fue de 6.62 dólares por barril, es decir, se redujo ligeramente en relación con el correspondiente al primer trimestre (6.84 dólares por barril). Si bien el diferencial continuó por encima del promedio observado desde 1996 (4.80 dólares por barril), al finalizar el segundo trimestre disminuyó a alrededor de cinco dólares por barril.

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

Estados Unidos mostró un panorama mixto durante el segundo trimestre, luego de que la recuperación económica hubiera experimentado un debilitamiento desde el otoño pasado. Si bien la actividad productiva ha continuado expandiéndose, ésta no ha alcanzado una tasa de crecimiento suficiente para disminuir en forma generalizada la capacidad ociosa y contrarrestar la fuerte caída en el empleo. En el primer trimestre del año, el retraso en la

recuperación fue atribuible, en cierta medida, a la incertidumbre asociada con el conflicto bélico en Irak. Ello se reflejó en una tasa real de expansión del PIB de 1.4 por ciento en dicho trimestre. A pesar de la mejoría del entorno al término de la guerra, la debilidad económica continuó durante el segundo trimestre, lo cual apunta a un pequeño aumento del PIB. Por su parte, la producción industrial se ha contraído 1.7 por ciento de julio de 2002 a junio de 2003, mes en el que se ubicó ligeramente por encima del nivel mínimo de diciembre de 2001.

El lento crecimiento de la economía se ha reflejado en un mercado laboral deprimido. La tasa de desempleo se elevó de 6.1 por ciento en mayo a 6.4 por ciento en junio, mientras que el empleo, medido por el número de personas en nómina, se ha contraído en 236 mil unidades durante 2003. Junto con otros factores, ello indujo a que el Buró Nacional de Investigación Económica (NBER por sus siglas en inglés) postergara por un largo tiempo definir la fecha de terminación del periodo recesivo (Recuadro 1).

A pesar de los resultados desfavorables en el sector laboral, el consumo ha mantenido su fortaleza, impulsado por la expansión de la deuda de las familias (en particular los refinanciamientos hipotecarios) y por el repunte en la confianza. Al igual que en trimestres anteriores, el aumento en la demanda ha descansado, precisamente, en el gasto de los hogares, sin que se observen indicios de un crecimiento en la inversión de las empresas. Es probable que la incertidumbre generada por los escándalos corporativos del año pasado haya inhibido la adopción de nuevos proyectos por parte de las empresas, las cuales han continuado con esfuerzos por fortalecer su posición financiera, especialmente frente a los pasivos que enfrentan en sus programas de pensiones de sus empleados. Asimismo, el exceso de capacidad instalada ha desalentado la expansión en planta y equipo, de forma más marcada en el caso de la construcción no residencial.

Recuadro 1
Consideraciones sobre el Fin de la Recesión en los Estados Unidos

El Comité de Fechas de Ciclos Económicos del Buró Nacional de Investigación Económica (NBER), es el órgano encargado de determinar el inicio y la terminación de las recesiones (y por consiguiente de las expansiones) de los ciclos económicos en los Estados Unidos. El 17 de julio pasado, el Comité determinó que en noviembre de 2001 había terminado la recesión que inició en marzo de dicho año. Ello, a pesar de la contracción en el empleo y del desempeño desfavorable de la producción industrial.

¿Cómo se determinan los picos y los valles de un ciclo económico?

El Comité no utiliza una regla fija para determinar las fechas del pico y del valle de un ciclo económico. Esta determinación se basa en el análisis de varios indicadores mensuales de la actividad económica, en particular los siguientes: a) ingreso personal sin transferencias; b) empleo; c) producción industrial; y d) volumen de ventas de los sectores de manufacturas y menudeo. Además, se toma en consideración para tal fin el comportamiento de la serie trimestral del PIB y de una estimación mensual de esta serie.¹

Una condición necesaria para determinar la conclusión de una recesión es que la actividad económica haya sobrepasado su "pico" anterior. Sin embargo, no es una condición suficiente. Si la actividad económica supera la cima previa pero vuelve a deteriorarse, el Comité podría juzgar que el deterioro es parte de la recesión anterior y que, por tanto, no constituye un nuevo periodo recesivo.

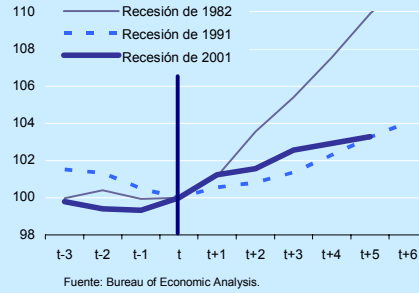
¿Cómo se determinó la fecha de término del periodo recesivo?

La expansión del PIB de Estados Unidos en los trimestres más recientes ha dependido, en gran medida, de la fortaleza del consumo y no se ha reflejado en un mayor nivel de empleo. El ajuste de los costos corporativos y la sólida expansión de la productividad se han manifestado en una debilidad continua del mercado laboral, inclusive mayor a la observada al inicio del repunte de principios de los años noventa, la denominada "recuperación sin empleos". No solamente el empleo no ha alcanzado su nivel máximo anterior de febrero de 2001, sino que, a partir de esa fecha y hasta junio de 2003, el saldo de las nóminas no agrícolas descendió 2.6 millones de unidades, un millón más que los empleos perdidos en la anterior recesión (junio de 1990 a febrero de 1992). A pesar de ello, y de que la producción industrial registró a junio un magro crecimiento respecto a su valle anterior, el Comité estableció que noviembre de 2001 era la fecha de finalización de la recesión.

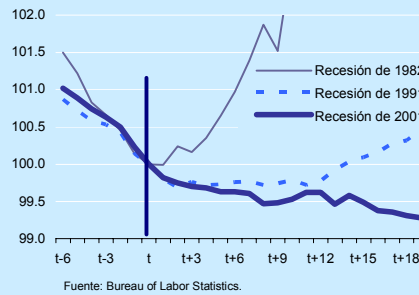
La decisión se explica por el favorable desempeño del PIB. Este sobrepasó, tres trimestres más tarde, al pico alcanzado en el primer trimestre de 2001. Desde ese momento, el PIB se ha expandido continuamente. Comparado con su punto más bajo (registrado en el tercer trimestre de 2001) el PIB ha crecido 4 por ciento. El hecho de que la medida más amplia de actividad económica sobrepasara por un amplio margen los niveles registrados antes de la recesión influyó para que el Comité decidiera que cualquier otra recaída de la actividad sería considerada como una recesión diferente y determinara, por tanto, que la recesión había abarcado de marzo a noviembre de 2001. El desempeño del ingreso personal y de las ventas, variables que también sobrepasaron su cresta anterior, fue un factor adicional para dicha decisión.

En suma, el Comité determinó que la recesión terminó y que un periodo de recuperación se inició en noviembre de 2001. Ello no implica, sin embargo, que las condiciones económicas han sido favorables o que la economía haya vuelto a operar a su nivel potencial a partir de esa fecha.

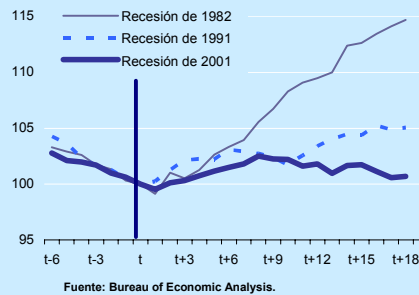
Gráfica 1²
Producto Interno Bruto Real



Gráfica 2
Empleo: Nómina no Agrícola



Gráfica 3
Producción Industrial



² En las gráficas, las variables han sido normalizadas a un valor de 100 para el periodo t, el cual se refiere a la fecha del valle del ciclo económico respectivo: noviembre de 1982 para la recesión de 1981-1982, marzo de 1991 para la recesión de 1990-1991 y noviembre de 2001 para la recesión de 2001. En los casos de la nómina no agrícola y de la producción industrial, la periodicidad es mensual, mientras que para el PIB es trimestral.

¹ Esto implica que para determinar la fecha del inicio de una recesión no basta observar dos trimestres con crecimiento negativo en el producto.

El modesto incremento del producto se ha reflejado en un crecimiento, si bien lento, de las importaciones. Ello, aunado al estancamiento de las exportaciones (reflejo de la debilidad de la demanda externa) ha conllevado un deterioro de la balanza comercial y ha sido un factor adicional para el freno de la economía.

Durante el segundo trimestre se observó un cambio considerable en las condiciones de los mercados financieros en Estados Unidos, el cual tenderá a estimular la expansión de la demanda en los próximos trimestres. En efecto, el relajamiento de la política monetaria se ha reflejado en condiciones financieras más favorables al disminuir las tasas de interés a sus mínimos históricos y registrarse una importante depreciación del dólar, en particular frente al euro. Asimismo, las primas de riesgo sobre los bonos corporativos han disminuido considerablemente. Cabe destacar que la reducción en las tasas de interés (especialmente de largo plazo) y en las primas de riesgo debe atribuirse, al menos parcialmente, a la menor demanda por fondos prestables que se ha dado a raíz del débil panorama para el gasto de capital. De todos modos, las condiciones financieras más relajadas favorecerán a los componentes de la demanda interna que dependen en mayor medida de la tasas de interés, como son el consumo de bienes durables y la inversión residencial. La continua fortaleza del mercado hipotecario es una evidencia de este efecto. De igual forma, los mercados accionarios mostraron un repunte después del fin de las hostilidades en Irak.

Otro evento de importancia, tendiente a favorecer un repunte en el segundo semestre del año, fue la aprobación por el Congreso de un paquete de reducciones impositivas por 330 mil millones de dólares para los siguientes 10 años, así como 20 mil millones de dólares en ayuda a las entidades federativas, a aplicarse en los próximos dos años. Para el año fiscal 2003 el estímulo es estimado en 61 mil millones de dólares, más de la mitad del cual consiste en menores impuestos para las personas físicas. Ello podría favorecer una expansión adicional del consumo a partir del segundo semestre del año. El nuevo paquete, en conjunto con los gastos originados por la guerra en Irak, han implicado un ajuste en la estimación del balance fiscal realizada por la Oficina Presupuestal del Congreso (CBO), de un déficit de 287 mil millones de dólares a uno de más de 400 mil millones para el año fiscal 2003, lo cual representa un incremento de más de un punto como proporción del PIB. Si bien el nuevo paquete tendrá su mayor impacto en 2004, también ha implicado un cambio sustancial en el escenario de mediano plazo para las finanzas

públicas, las cuales se estima que presentarán saldos deficitarios cada año hasta 2013.

Así, al finalizar el segundo trimestre, persiste un escenario mixto y la recuperación sigue sin afianzarse plenamente. Por una parte, la mejoría en la confianza del consumidor y los cambios ocurridos tanto en las condiciones financieras como en la postura fiscal auguran un fortalecimiento de la demanda interna en la segunda mitad del año, a la luz de lo cual los analistas han mantenido su pronóstico de un pronto repunte en la actividad. Por otra parte, la mejoría en diversos indicadores no incluyó a la actividad industrial por el lado de la producción, ni a la inversión fija no residencial por el lado del gasto. La reactivación de esta última es fundamental para asegurar que la recuperación sea vigorosa y duradera. Si bien las ganancias de productividad y los esfuerzos de reestructuración de costos en las empresas apuntan a un fortalecimiento en la rentabilidad de las mismas, aún no se percibe un cambio decisivo en sus planes de expansión.

Aun de concretarse la reactivación económica en los Estados Unidos durante el segundo semestre de 2003, la economía de ese país todavía presenta desequilibrios que eventualmente deberán ser atendidos. La mayor parte de éstos son producto de desajustes en los balances financieros de los sectores público y privado, destacando la mencionada problemática de las finanzas públicas, así como el considerable nivel de endeudamiento que acumulan las familias estadounidenses. Los problemas anteriores de acervos tienen como contrapartida, a nivel de flujos, los déficit fiscales, el bajo nivel de ahorro personal y el abultado déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Con base en lo anterior, los analistas privados estiman un crecimiento inferior a 2 por ciento (a tasa anualizada) para el segundo trimestre de 2003 y un repunte a cerca de 3.5 por ciento en los siguientes trimestres. Ello implicaría una expansión del PIB cercana a 2.2 por ciento para 2003 (Cuadro 3).

Cuadro 3

Pronósticos para el Crecimiento del PIB de los Estados Unidos durante 2003

Variación anual en por ciento

	Abril 2003		Julio 2003	
	II-2003 ^{1/}	2003	II-2003 ^{1/}	2003
Consensus Forecasts ^{2/}	2.0	2.3	2.0	2.2
Blue Chip Economic Indicators ^{3/}	2.2	2.4	1.9	2.3
Promedio de Analistas Privados ^{4/}	1.6	2.2	1.4	2.2

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

2/ Consensus Forecasts del 7 de abril y del 14 de julio de 2003, excepto para las estimaciones trimestrales, las cuales corresponden a las encuestas de marzo 10 y junio 9.

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

4/ Promedio de los pronósticos de corredurías (Deutsche Bank, Goldman Sachs, J.P. Morgan y Merrill Lynch) correspondientes al 25 de abril y al 21 de julio de 2003.

Durante los primeros meses del año se registró una disminución significativa de las presiones inflacionarias. En efecto, la inflación subyacente de precios al consumidor alcanzó sus niveles más bajos en 37 años (1.5 por ciento a tasa anual en junio) al disminuir en casi un punto porcentual respecto a su valor un año antes. Por su parte, las expectativas de inflación también se han ajustado a la baja¹. Ello refleja la persistencia de un crecimiento económico muy inferior al potencial, y la expectativa de que la brecha del producto empiece a reducirse de forma gradual sólo hasta 2004, a medida que la recuperación cobre vigor.

Poco antes de concluir el trimestre, el 25 de junio, la Reserva Federal anunció una reducción de 25 puntos base en la tasa de fondos federales, que así llegaba a 1 por ciento, su nivel más bajo desde 1963. En el comunicado que explicaba su decisión, la autoridad monetaria indicó que juzgaba prudente apoyar la incipiente reactivación económica mediante la adopción de una política monetaria más expansiva. Esta decisión reflejaba la apreciación de que los riesgos con respecto a la recuperación económica están balanceados, mientras que los riesgos de una mayor desinflación exceden a la posibilidad de un incremento en la tasa de inflación (Recuadro 2).

¹ Los pronósticos de los analistas encuestados por Consensus Forecasts para la inflación de los precios al consumidor en Estados Unidos durante 2004 se han ajustado a la baja, de 2.3 por ciento en enero de 2003, a 1.8 por ciento en julio de 2003.

Recuadro 2
Deflación: Definición e Implicaciones

Se puede definir la deflación como “el descenso generalizado de los precios, con énfasis en la palabra ‘generalizado’. [...] Las caídas de los precios en algún sector específico, aunque puedan incomodar a los productores en ese sector, no son un problema generalmente y no constituyen una deflación”.¹ En 2003, el índice subyacente de los precios al consumidor en los Estados Unidos ha registrado tasas muy bajas de crecimiento, provocando que se discuta la posibilidad de que ese país se acerque a una deflación. Aunque calificándolo de sumamente distante, la Reserva Federal ha aludido a este riesgo en sus decisiones de política monetaria recientes.² En su comunicado del 25 de junio de 2003 indicaba que el riesgo de “reducciones sustanciales no deseadas en la tasa de inflación”, aunque muy pequeño, era mayor que el de un repunte inflacionario.

Una deflación suele desatarse típicamente como resultado de una caída súbita y severa de la demanda agregada en un contexto de inflación muy baja, aunque en ocasiones la caída en la demanda agregada puede ser gradual.³ Ello sugiere inmediatamente que, en tiempos normales, conviene mantener un objetivo de inflación estrictamente positivo, y que la mejor manera de prevenir un episodio deflacionario es utilizando agresivamente la política económica para contrarrestar choques de demanda adversos.

Una deflación puede tener fuertes efectos nocivos, especialmente sobre la actividad económica:

- La deflación redistribuye el ingreso de los deudores (con alta propensión a gastar) hacia los acreedores (con baja propensión a gastar).
- En una deflación las tasas de interés nominales se reducen y pueden llegar a su límite inferior de cero. A partir de ahí, una agravación de la deflación incrementa las tasas reales de interés, deprimiendo más la actividad económica.
- En combinación con salarios rígidos a la baja, la deflación incrementa los costos laborales reales, reduciendo las ganancias y la competitividad y generando desempleo.

¹ Ben Bernanke, integrante de la Junta de Gobierno de la Reserva Federal, discurso ante el National Economists Club del 21 de noviembre de 2002. La situación observada en México en mayo de 2003, cuando el INPC tuvo una variación negativa a causa de factores estacionales, no tiene nada en común con el problema de la deflación, como queda claro con esta definición.

² Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Federal, ha expresado que los EUA no están de ninguna manera cerca de una deflación. Véase su discurso ante el Economic Club de Nueva York del 19 de diciembre de 2002.

³ Para una discusión detallada de las posibles causas y efectos de deflación, véase Fondo Monetario Internacional, “Deflation: Determinants, Risks and Policy Options”, Washington D.C., abril de 2003 y Paul Krugman, “Can Deflation be Prevented?”, disponible en Internet (<http://web.mit.edu/krugman>), y M. Koumar, “Deflation: The New Threat”, en *Finance and Development*, junio de 2003.

- El valor real de las deudas crece, dificultando su servicio y, por tanto, poniendo en riesgo la salud de los intermediarios financieros.

La posibilidad de que las tasas nominales de interés lleguen a cero plantea un desafío para las autoridades monetarias. Muchos bancos centrales usan metas operativas para el nivel de una tasa de interés nominal de muy corto plazo para la conducción de la política monetaria. Podría pensarse que cuando dicha tasa cae a cero, el banco central pierde su capacidad para afectar las condiciones monetarias y la demanda agregada, pero esta apreciación es incorrecta. En general, los costos del financiamiento de la actividad y la inversión están ligados a las tasas nominales de largo plazo, que siguen siendo positivas aun cuando las tasas de corto plazo lleguen a cero, y el banco central puede afectar las tasas de largo plazo de varias maneras. Puede, por ejemplo, comprometerse a mantener fija la tasa de corto plazo por un periodo más o menos largo; anunciar y defender mediante operaciones de mercado abierto una tasa nominal baja en instrumentos con vencimientos de mediano y largo plazo; y prestar a los bancos contra una gama cada vez más amplia de garantías. Además, podría comprar activos financieros privados o financiar una expansión del déficit público.⁴ Aunque algunas de estas medidas tienen precedentes históricos, su instrumentación actual estaría sujeta a un grado inusual de incertidumbre debido a la falta de experiencia reciente. Su aplicación también requeriría especial cuidado en vista de la posibilidad de efectos colaterales adversos. Pero no hay duda de que las autoridades monetarias cuentan con un amplio arsenal para afectar las condiciones monetarias aun durante una deflación.

Desde la segunda guerra mundial, las experiencias de deflación han sido escasas. Actualmente, Japón presenta el caso más claro de deflación y, en la memoria reciente, el único caso en América Latina fue el de Argentina en los últimos años de la *convertibilidad*. Sin embargo, esos dos ejemplos son distintos. En Argentina, la deflación era la única manera en que podían reducirse los precios relativos de los bienes no comerciables para revertir la apreciación real de su moneda. En cambio, en Japón, un país con un régimen de libre flotación cambiaria, la deflación tuvo un origen más convencional: fue el resultado de un fuerte choque de demanda adverso. Además, la libertad cambiaria otorga al Banco de Japón elementos para combatir la deflación; pero en la práctica su éxito ha sido limitado. Ello es atribuible, en parte, a que las acciones de la autoridad monetaria comenzaron después de haberse iniciado la deflación, y a que se han dado en un contexto marcado por la recesión global, por la crisis financiera de aquel país y, últimamente, por una cuantiosa deuda pública que limita la capacidad del gobierno para apoyar las acciones de política monetaria orientadas contra la deflación.

⁴ En algunos países, la adopción de estas medidas puede requerir cambios legales.

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

La economía de los países de la Unión Monetaria Europea continuó mostrando señales de estancamiento en el segundo trimestre, de tal forma que la Comisión Europea revisó marginalmente a la baja su pronóstico de crecimiento para ese periodo, ubicándolo en un intervalo de 0 a 0.4 por ciento en términos trimestrales ajustados por estacionalidad². Entre los factores que socavaron la posibilidad de un repunte, se encuentran los bajos niveles de confianza empresarial y de los consumidores. A pesar de la reducción de las tensiones geopolíticas, dichos indicadores siguieron afectados por la percepción de riesgos internos en el corto plazo, entre los que se cuentan la débil posición fiscal de las principales economías de la región (lo que dificulta la instrumentación de políticas fiscales contracíclicas) y los elevados niveles de desempleo. Asimismo, la apreciación del euro continuó ejerciendo una presión adversa sobre las exportaciones, lo que a su vez incidió en el deterioro de la producción industrial.

No obstante, las autoridades europeas y diversos analistas continúan esperando un repunte de la actividad en la segunda mitad del año, si bien se considera que éste será paulatino y sólo cobrará vigor en 2004. A la mejoría deberá contribuir la flexibilización de la política monetaria, la cual se ha visto facilitada por la ausencia de presiones inflacionarias: tanto la inflación general como la subyacente se ubicaron recientemente por debajo del tope de 2 por ciento establecido por el Banco Central Europeo (BCE). Por ello, el BCE decidió en junio reducir su tasa de referencia en 50 puntos base.

Las perspectivas de la economía japonesa presentaron una modesta mejoría durante el segundo trimestre, después de que ésta experimentó un virtual estancamiento al inicio del año, pues la actividad creció únicamente 0.1 por ciento en el primer trimestre. La encuesta Tankan correspondiente a junio muestra que el avance en la confianza de las empresas ha venido acompañado por un aumento en sus planes de inversión, al tiempo que los indicadores de pedidos de bienes de capital apuntan en la misma dirección. Sin embargo, la evolución desfavorable del empleo y del ingreso de los hogares se refleja en la debilidad del gasto en consumo. Ante estas

² En el primer trimestre de 2003, la economía de la zona del euro registró un crecimiento de 0.1 por ciento respecto al periodo inmediato anterior. Sin embargo, Alemania entró en recesión técnica al haber sufrido una contracción del PIB (-0.2 por ciento) por segundo trimestre consecutivo, esperándose una nueva contracción en el segundo trimestre de 2003. Italia también registró una caída, sin llegar a constituir una recesión al haber presentado una expansión en el último trimestre de 2002. En el primer trimestre de 2003, Francia revirtió la caída que había sufrido en el periodo previo y creció 0.3 por ciento. No obstante, podría haber padecido un nuevo deterioro en el segundo trimestre de este año.

circunstancias y dado el persistente entorno deflacionista, en los últimos días de abril el Banco de Japón tomó medidas tanto para aumentar de nueva cuenta la liquidez en la economía, como para hacer más efectivas sus intervenciones en el mercado de dinero. Con este último propósito, el banco central adoptó la práctica inusual de incluir en sus operaciones de mercado abierto la compra de valores privados emitidos por empresas pequeñas y medianas³. Hasta la fecha, todos estos cambios han resultado poco eficaces.

La situación económica de las principales economías de América Latina se ha estabilizado, y las condiciones de acceso a los mercados internacionales de capital han mejorado para la mayoría de los países de la región con respecto a las prevalecientes el año pasado. Sin embargo, para este año continúa esperándose un modesto crecimiento regional, en parte debido a que la actividad económica en Venezuela sufrió un deterioro pronunciado en el primer trimestre como reflejo de sus dificultades políticas⁴.

En Brasil, el clima de confianza ha mejorado sustancialmente después de las pasadas elecciones⁵. El nuevo gobierno ha continuado e intensificado las políticas macroeconómicas necesarias para estabilizar la economía y, además, ha iniciado el proceso para la adopción de reformas estructurales, en particular en materia de seguridad social y del sistema tributario. No obstante, en un contexto de débil demanda agregada, la actividad productiva ha mostrado lasitud. Por su parte, la conducción de la política monetaria ha influido favorablemente sobre la inflación. Las presiones inflacionarias han empezado a ceder paulatinamente y las expectativas de inflación han mostrado un ajuste a la baja, al tiempo que la cotización del real se ha fortalecido. A la luz de lo anterior, el banco central recortó recientemente su tasa de interés de referencia, revirtiendo una tendencia alcista que se había registrado desde octubre del 2002. Esta medida podría traer consigo una reducción de las tasas de interés reales, que se mantienen muy elevadas (en niveles cercanos a los dos dígitos).

La actividad económica en Argentina ha mostrado un marcado repunte con respecto a los niveles deprimidos del año

³ Dichas compras se realizarán a través de la adquisición de instrumentos financieros respaldados por papel comercial emitido por las empresas. El monto autorizado para las compras es de un billón de yenes para garantizar el máximo apoyo al desarrollo de este mercado manteniendo, al mismo tiempo, la solidez financiera del banco central. Las operaciones iniciaron a partir de julio del presente año y concluirán en marzo del 2006.

⁴ Los analistas encuestados por Latin American Consensus Forecasts pronostican un crecimiento del PIB real de 1.5 por ciento para la región en 2003.

⁵ Como reflejo de la mayor confianza de los mercados, durante el trimestre que se analiza el índice de la sobretasa de la deuda soberana de Brasil EMBI+ se redujo en casi 250 puntos base.

pasado. Por su parte, la inflación ha tenido una trayectoria descendente notable y, actualmente, la tasa anual se ubica en alrededor de 10 por ciento, después de alcanzar tasas superiores a 40 por ciento a fines del año pasado. Con el avance del esfuerzo de estabilización, la confianza en la economía argentina ha mejorado, lo cual se ha reflejado en un fortalecimiento sustancial del tipo de cambio del peso. En este contexto, las autoridades han intervenido en el mercado cambiario tratando de limitar dicha apreciación. No obstante, durante el segundo trimestre surgieron algunas señales de un debilitamiento del proceso de recuperación; en particular, el rápido repunte de la producción industrial se interrumpió en abril. A pesar de la relativa mejoría alcanzada en las condiciones económicas durante el último año, la administración argentina que asumió la presidencia en mayo pasado enfrenta enormes desafíos. Concretamente, deberá encontrar una solución a los problemas estructurales de las finanzas públicas, del endeudamiento (tanto interno como externo) y del saneamiento bancario, entre otros. La renegociación de los considerables pasivos externos y la resolución del atraso en los pagos sobre dichas obligaciones, constituirán un paso importante para avanzar en la reinserción de Argentina en los mercados internacionales de capital.

II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo

Durante el segundo trimestre de 2003 el mercado laboral en México continuó mostrando signos de estancamiento. Por un lado, los principales indicadores de desempleo presentaron niveles ligeramente superiores a los del trimestre anterior, mientras que el empleo formal se contrajo. Además, en el periodo reportado, la atonía de la actividad productiva continuó propiciando una migración del empleo en el sector formal al informal. Este movimiento hacia actividades informales posiblemente conduzca a que disminuya la productividad media en la economía. Por otro lado, el crecimiento de los salarios contractuales continuó mostrando resistencia a la baja, situándose en el trimestre ligeramente por encima de 5 por ciento.

II.2.2.1. Remuneraciones

En abril de 2003, tanto las remuneraciones nominales como las reales registraron, en todos los sectores para los cuales se dispone de información, variaciones anuales menores a las observadas en el primer trimestre de 2003 (Cuadro 4).

Cuadro 4 Remuneraciones por Trabajador
Variación anual en por ciento

	Nominal						Real					
	2003				Promedio	Promedio	2003				Promedio	Promedio
	Ene	Feb	Mar	Abr	Mar-Abr 2003	Ene-Abr 2003	Ene	Feb	Mar	Abr	Mar-Abr 2003	Ene-Abr 2003
Industria Manufacturera	6.2	6.2	6.6	5.6	6.1	6.2	1.0	0.7	0.9	0.3	0.6	0.7
Industria Maquiladora	6.8	6.3	6.0	5.3	5.7	6.1	1.5	0.7	0.3	0.1	0.2	0.6
Sector Comercio	12.8	10.1	9.5	7.2	8.3	9.8	7.3	4.4	3.6	1.8	2.7	4.2

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

En esos mismos sectores, la productividad por trabajador registró en abril variaciones anuales negativas, mientras que los costos unitarios de la mano de obra arrojaron variaciones anuales positivas. Desde luego, esto último se debió a la combinación de la caída que resintió la productividad y el incremento en las remuneraciones reales (Cuadro 5).

Cuadro 5 Producto por Trabajador y Costos Unitarios de la Mano de Obra
Variación anual en por ciento

	Producto por Trabajador						Costos Unitarios de la Mano de Obra					
	2003				Promedio	Promedio	2003				Promedio	Promedio
	Ene	Feb	Mar	Abr	Mar-Abr 2003	Ene-Abr 2003	Ene	Feb	Mar	Abr	Mar-Abr 2003	Ene-Abr 2003
Industria Manufacturera	2.4	3.3	5.5	-3.7	0.7	1.7	-1.4	-2.6	-4.3	4.2	-0.3	-1.1
Industria Maquiladora	1.3	0.8	2.9	-2.3	0.3	0.7	0.2	-0.1	-2.4	2.4	-0.1	0.0
Sector Comercio	-0.3	0.1	3.2	-2.0	0.6	0.3	7.5	4.2	0.4	3.9	2.2	4.0

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

Respecto a lo anterior, conviene advertir que la caída de la productividad y el crecimiento de los costos unitarios de la mano de obra en abril estuvieron influidos por un efecto estadístico estacional causado por la Semana Santa⁶. Así, ello afectó el número de días laborables en cada uno de esos meses y, por tanto, la base de comparación. Si para corregir dicho efecto se analizan las variaciones promedio durante el bimestre marzo-abril, el cambio en el producto por trabajador resulta de 0.7 por ciento en la industria manufacturera, 0.3 por ciento en la industria maquiladora y 0.6 por ciento en el sector comercio. Estas cifras, junto con las correspondientes al promedio en marzo y abril del crecimiento de las remuneraciones reales por trabajador, condujeron a que el cambio promedio durante marzo y abril de los costos unitarios de la mano de obra fuera de -0.3 por ciento en la industria

⁶ En 2002 el periodo vacacional de Semana Santa cayó en marzo y en 2003 cayó en abril.

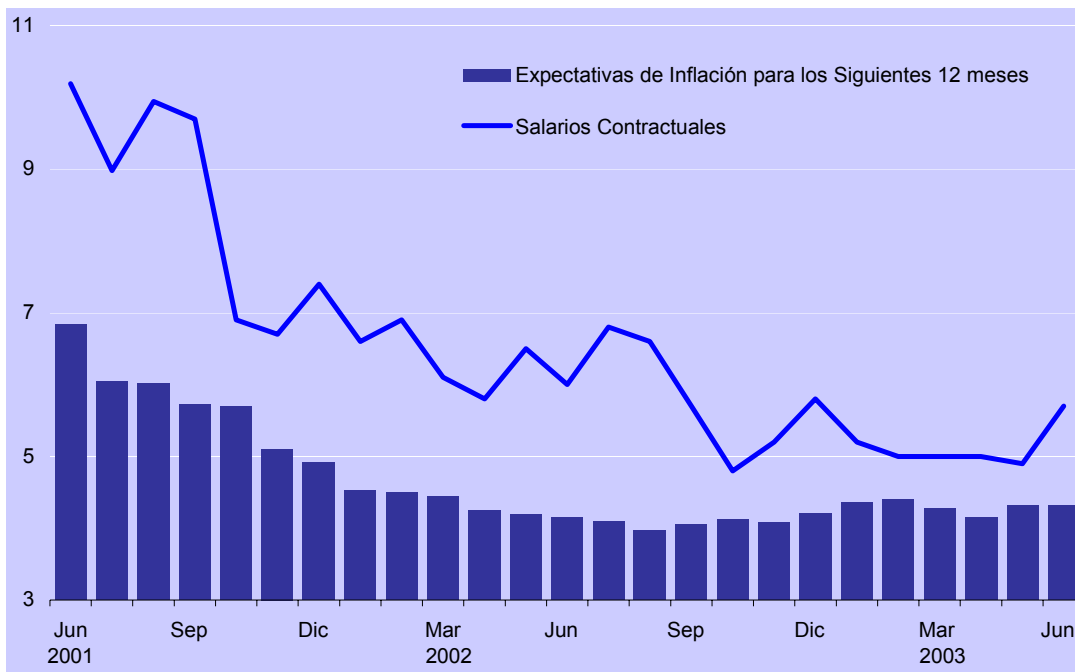
manufacturera, -0.1 por ciento en la industria maquiladora y 2.2 por ciento en el sector comercio (Cuadro 5).

II.2.2.2. Salarios Contractuales

El aumento que registraron en promedio los salarios nominales contractuales en el segundo trimestre de 2003 resultó de 5.1 por ciento ponderando por el número de trabajadores, idéntico al promedio observado en el trimestre anterior. El incremento trimestral promedio no se vio mayormente afectado por el repunte de 5.7 por ciento que alcanzó este indicador en junio, debido a que la proporción de trabajadores que negocian salarios en dicho mes es muy reducida.

Durante el trimestre objeto de estudio, la brecha promedio entre el crecimiento de los salarios contractuales y la inflación esperada para los siguientes doce meses se situó en 0.94 por ciento. Este diferencial se compara con el 0.72 por ciento del trimestre anterior. El aumento se debió al repunte a 1.39 por ciento observado en junio, el nivel más elevado en lo que va del año (Gráfica 4).

Gráfica 4 Salarios Contractuales e Inflación Esperada para los Sigüientes 12 Meses
Variación anual en por ciento



Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México; y Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

En el segundo trimestre, la diferencia entre el crecimiento de los salarios contractuales en las empresas privadas y públicas fue de 0.3 puntos porcentuales. En contraste, en el trimestre anterior dicha diferencia resultó de 0.9 puntos porcentuales (Cuadro 6). Resulta importante destacar que dicha brecha se ha cerrado debido al mayor crecimiento de los salarios contractuales en las empresas públicas.

Cuadro 6

Salarios Contractuales por Sectores y por Tipo de Empresa

Variación anual en por ciento ponderada por número de trabajadores

	2002			2003						
	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun*	Ene-Jun*
Total	4.8	5.2	5.8	5.2	5.0	5.0	5.0	4.9	5.7	5.1
Empresas Públicas	4.5	4.3	7.0	4.3	4.3	4.3	4.3	5.0	5.7	4.7
Empresas Privadas	5.8	5.4	5.8	5.4	5.0	5.3	5.4	4.9	5.7	5.3

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

II.2.2.3. Empleo

En el trimestre abril-junio de 2003, los distintos indicadores de empleo se mantuvieron deprimidos. Así, al término del mes de junio de 2003 el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se ubicó en 12,205,240 personas, es decir, 2,059 por debajo del nivel de marzo de 2003 (Gráfica 5). Esta reducción se compara desfavorablemente con la creación de cerca de 103 mil empleos lograda durante el mismo trimestre del año 2002. En cuanto a la composición del empleo formal, destaca que durante el segundo trimestre de 2003 el número de asegurados permanentes disminuyó en cerca de 36 mil asalariados, mientras que el número de asegurados eventuales urbanos aumentó en cerca de 34 mil. En suma, en el segundo trimestre el empleo formal medido por este indicador se redujo en más de 2 mil plazas, al tiempo que continuó una fuerte recomposición de asegurados permanentes a eventuales.

Cabe destacar que, en el trimestre objeto de esta publicación, la serie desestacionalizada del número de trabajadores permanentes y eventuales urbanos registrados en el IMSS experimentó un decremento de más de 41 mil empleos.

En cuanto a las cifras de afiliación sectorial, el número de trabajadores asegurados en el sector de servicios aumentó en aproximadamente 27 mil durante el segundo trimestre, de los cuales 6 mil correspondieron al sector comercio. Por su parte, en el sector agropecuario se registró una disminución de cerca de 171

mil trabajadores, mientras que en el sector industrial el número de puestos de trabajo se redujo en alrededor de 29 mil asegurados⁷.

Los datos anteriores muestran que, en lo que toca al empleo formal, ha continuado una recomposición en favor de los empleos eventuales y la ocupación en el sector de servicios, a costa de las plazas en el sector industrial. Este fenómeno probablemente sea más generalizado, presentándose una migración de actividades formales hacia la informalidad. Con base en ambas consideraciones, es posible que la productividad media en la economía se esté contrayendo.

A su vez, una posible razón para los cambios en la composición de la demanda de trabajo es la existencia de rigideces en el mercado laboral. Destaca al respecto el hecho de que, en el segundo trimestre de 2003, el porcentaje de personas ocupadas sin prestaciones pasó de 48 a 49 por ciento con respecto al primer trimestre, mientras que en el mismo periodo el porcentaje de asalariados sin prestaciones pasó de 24 a 25 por ciento⁸.

Durante el segundo trimestre de 2003 los principales indicadores de desempleo mostraron niveles ligeramente superiores a los prevalecientes en el trimestre anterior. En el trimestre de referencia la tasa de desempleo abierto se ubicó en promedio en 2.95 por ciento, mientras que en los primeros tres meses de 2003 dicha cifra fue de 2.79 por ciento. Por otro lado, la tasa de ocupación parcial y desocupación resultó en promedio 21 por ciento, superior a la del primer trimestre del año de 20 por ciento. En cuanto a las series desestacionalizadas, éstas también muestran que en ambos casos los niveles de desempleo se ubicaron por encima de los del trimestre anterior.

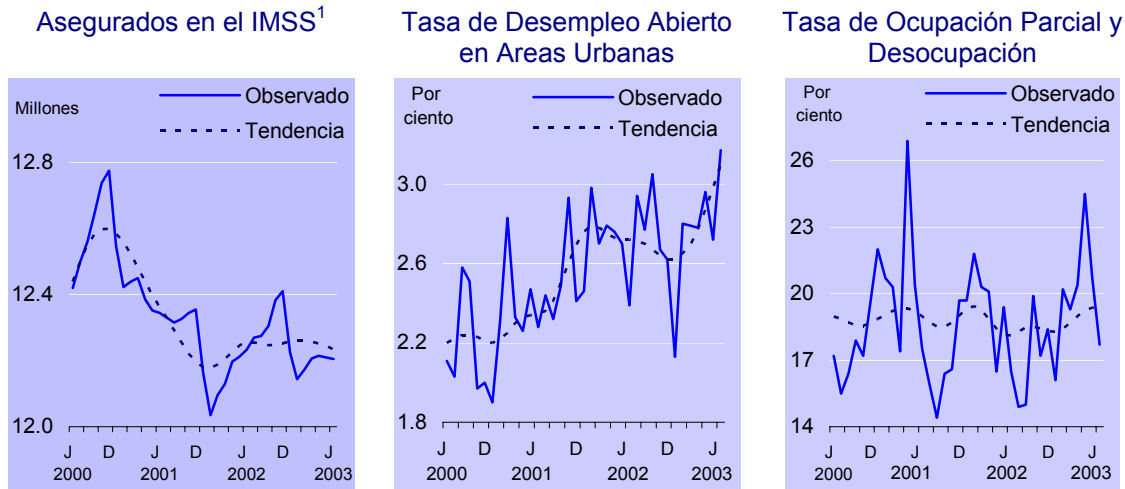
En resumen, durante el segundo trimestre de 2003 se contrajo el empleo formal, hubo migración hacia actividades con una menor productividad y el desempleo se mantuvo en niveles elevados. En este entorno, el crecimiento real registrado en los salarios contractuales resulta inapropiado. Por tanto, el Banco de México reitera la conveniencia de que los aumentos salariales se moderen, con la finalidad de propiciar una recuperación del empleo.

⁷ La suma de las variaciones en los trabajadores asegurados que se reporta de acuerdo con la clasificación por actividad económica (una caída de aproximadamente 173 mil asegurados en el segundo trimestre de 2003) no coincide con el cambio en el número total de trabajadores permanentes y eventuales urbanos en el periodo (2,059 trabajadores). Esta diferencia se debe a que la clasificación por actividad económica del IMSS incluye, además de los asegurados en los sectores agropecuario, industrial y de servicios, a otros afiliados, entre los cuales destacan los trabajadores eventuales empleados en el campo, otros eventuales y los trabajadores independientes.

⁸ Cifras de la Encuesta Nacional de Empleo Urbano del INEGI.

Gráfica 5 Indicadores de Empleo y Desempleo

Series observadas y de tendencia



Fuente: IMSS e INEGI.
1/ Permanentes y eventuales urbanos

II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

Durante el primer trimestre de 2003, la oferta y la demanda agregadas mostraron cierta debilidad. Ello como reflejo del comportamiento que presentaron tanto la demanda interna como la externa. Esta última respondió a una evolución desfavorable de la producción industrial en los Estados Unidos, la cual tuvo efectos adversos sobre la actividad económica en México vinculada a ese sector. A su vez, esta situación contribuyó a desalentar al gasto de inversión en el país.

La oferta y la demanda agregadas registraron en el primer trimestre del año un incremento a tasa anual de 1.9 por ciento en términos reales, respondiendo a aumentos de todos sus componentes (Cuadro 7). No obstante, la referida tasa estuvo influida al alza por el efecto estadístico derivado de que en 2002 la Semana Santa se presentó en marzo. Medida con datos desestacionalizados, la variación anual de la oferta y la demanda agregadas fue de sólo 0.4 por ciento.

Por el lado de la oferta agregada, su incremento anual en el primer trimestre se originó en aumentos respectivos del PIB y de las importaciones de bienes y servicios de 2.3 y 0.8 por ciento. En cuanto a la demanda agregada, el renglón de consumo privado presentó un repunte en el primer trimestre, luego de haberse desacelerado en el tercero y el cuarto trimestres de 2002. Tal expansión fue reflejo de incrementos tanto de la adquisición de

bienes no duraderos y servicios (4 por ciento), como de la de bienes duraderos (2.5 por ciento). Por otro lado, en ese lapso también aumentó el consumo del sector público. En el trimestre de referencia el crecimiento anual que registró la inversión se originó de la combinación de una caída de la inversión privada y de un aumento de la inversión pública. Al interior de la formación bruta de capital, su componente de maquinaria y equipo observó una disminución anual de 2.6 por ciento, mientras que el de construcción experimentó un incremento importante de 5.9 por ciento. En este último, la construcción residencial mostró una expansión significativa.

Cuadro 7 Demanda y Oferta Agregadas en 2002 y 2003

Variación en por ciento

	Variación Real Anual						Variación Real Trimestral (Series Desestacionalizadas)				
	2002				2003		2002				2003
	I	II	III	IV	Anual	I	I	II	III	IV	I
Oferta Agregada	-2.8	2.4	2.6	2.1	1.1	1.9	0.4	1.6	0.4	-0.2	-1.5
PIB	-2.2	2.0	1.8	1.9	0.9	2.3	0.5	0.9	0.6	0.0	-0.5
Importaciones	-4.5	3.5	4.8	2.5	1.6	0.8	0.3	3.7	-0.2	-0.5	-4.1
Demanda Agregada	-2.8	2.4	2.6	2.1	1.1	1.9	0.4	1.6	0.4	-0.2	-1.5
Consumo Total	-1.5	2.5	1.7	0.8	0.9	3.3	-0.3	1.6	-0.1	0.1	0.5
Privado	-1.6	3.1	2.0	1.2	1.2	3.6	-0.2	1.8	-0.1	-0.1	0.8
Público	-1.1	-1.7	-0.8	-1.3	-1.3	1.1	-1.1	0.1	0.0	1.3	-1.0
Inversión Total	-6.9	2.8	-0.8	0.0	-1.3	0.6	0.4	1.3	-1.3	-2.0	-0.1
Privada	-5.9	1.3	-1.5	-5.2	-2.8	-1.7	-0.3	0.0	0.9	-5.5	-0.2
Pública	-13.2	13.8	3.6	18.6	7.3	16.7	4.1	8.7	-12.0	18.1	0.3
Exportaciones	-6.7	3.1	6.0	3.4	1.4	3.9	0.7	2.9	1.1	-2.5	1.6

Fuente: Banco de México e INEGI.

A nivel sectorial, el incremento a tasa anual del PIB en el primer trimestre de 2003 se originó en aumentos del PIB de los sectores industrial (1.8 por ciento) y de servicios (2.8 por ciento) y de un descenso del PIB agropecuario (0.2 por ciento).

No obstante que el PIB registró un incremento anual en el primer trimestre del año, con datos desestacionalizados presentó una contracción de 0.5 por ciento con relación a su nivel del trimestre precedente. Tal resultado se debió a que la expansión trimestral del consumo privado y de las exportaciones netas no pudo contrarrestar las variaciones negativas de la formación bruta de capital, del consumo del sector público y de un fuerte ajuste de inventarios. Lo anterior también muestra que la composición reciente de la demanda agregada, con una alta participación relativa del gasto en consumo y una baja contribución del gasto en inversión, no es propicia para alcanzar tasas de crecimiento altas y

sostenidas, que detonen una recuperación del empleo. Asimismo, una menor acumulación de capital se traduce en una reducción del crecimiento potencial de la economía. Por otro lado, cabe señalar que en México la evolución de los componentes de la demanda agregada, así como de la producción industrial, han tenido una gran semejanza con la registrada por esos mismos agregados en los Estados Unidos (Sección II.2.1).

Si bien los datos desestacionalizados (en el margen) y los calculados a tasa anual ofrecen diferente información, en general, ambos sugieren un mismo escenario para la economía nacional, caracterizado por un débil ritmo de la actividad económica y de la demanda interna. Asimismo, los dos conjuntos de información muestran la mayor participación del consumo en la demanda agregada, en detrimento principalmente de la inversión.

La información disponible sobre la evolución reciente de la actividad económica, da a entender que en el segundo trimestre de 2003 la economía mexicana registró un crecimiento lento. Por el lado de la producción, los indicadores oportunos muestran que ésta ha tenido un repunte modesto:

- (a) En mayo del presente año el Indicador Global de Actividad Económica (IGAE) no registró variación con respecto al mismo mes de 2002, mientras que para el periodo enero-mayo mostró un incremento a tasa anual de 1.2 por ciento;
- (b) En mayo la producción industrial mostró una disminución anual de 2.3 por ciento, causada principalmente por un débil desempeño del sector manufacturero. Esta última actividad decreció ese mes 3.5 por ciento a tasa anual. En ese mes, tanto la producción industrial como la manufacturera, con datos desestacionalizados, mostraron descensos de 1 y 0.9 por ciento respectivamente, con relación a sus niveles del mes precedente;
- (c) En el segundo trimestre las exportaciones y las importaciones de mercancías presentaron tasas anuales negativas (excepto en junio), lo que continuó reflejando la debilidad de la demanda externa y de la interna (Sección II.2.4);
- (d) Al cierre de junio aún no se observaba una reactivación de la demanda laboral y la contracción del empleo formal en el sector manufacturero era severa (Sección II.2.2); y

- (e) Los Indicadores Cíclicos Adelantados que elaboran distintas instituciones (Banco de México y The Conference Board) sugieren que en los próximos meses la actividad económica tendrá una expansión moderada a tasa anual.

A su vez, los indicadores referentes a los componentes de la demanda interna muestran que la expansión del consumo se ha mantenido y que han surgido algunos signos de mejoría en ciertos rubros del gasto de inversión. Ello sugiere que en la segunda mitad del año los componentes de la demanda agregada podrían presentar un patrón de crecimiento un poco más balanceado, favorecido principalmente por los niveles históricamente bajos de las tasas de interés, especialmente las de largo plazo. Algunos indicadores a destacar son los siguientes:

- (a) En mayo y junio diversos indicadores relativos a las ventas al menudeo registraron incrementos a tasa anual;
- (b) En junio las ventas internas de vehículos al menudeo presentaron una tasa anual positiva, si bien modesta;
- (c) Durante junio de 2003 continuó la expansión del crédito vigente otorgado por la banca comercial al sector privado (Sección III.2.2);
- (d) En el segundo bimestre del año, el desempeño de la inversión resultó mejor que en el primero considerando que, con datos desestacionalizados, aumentó a tasa mensual tanto en marzo como en abril;
- (e) Al mes de junio las importaciones de bienes de capital ya habían registrado cuatro incrementos mensuales consecutivos (tasa desestacionalizada); y
- (f) Diversos indicadores sobre la confianza y el clima de los negocios, tales como el Índice de Confianza del Consumidor y el Índice de Confianza de las Empresas Manufactureras, mejoraron durante el segundo trimestre del año⁹. A su vez, en ese lapso el Índice de Confianza de los Analistas Económicos del Sector Privado tuvo altibajos, pero su nivel en junio superó al de marzo¹⁰.

⁹ El primero es elaborado conjuntamente por INEGI y el Banco de México y el segundo por el Banco de México.

¹⁰ Elaborado por el Banco de México.

Cabe destacar que las cifras a tasa anual del segundo trimestre para la oferta y la demanda agregadas se verán influenciadas por el efecto estadístico negativo derivado de la Semana Santa. En consecuencia, se estima que en el segundo trimestre de 2003 el crecimiento anual del PIB real haya sido de aproximadamente 0.3 por ciento. Ello indicaría que en ese periodo la evolución de la demanda agregada no generó presiones sobre la inflación, y que posiblemente así continúe en el resto del año.

II.2.4. Balanza de Pagos, Flujos de Capital y Tipo de Cambio

Durante el segundo trimestre de 2003 la evolución del sector externo de la economía mexicana se caracterizó por los siguientes aspectos: a) una reducción tanto de las exportaciones (en particular de las no petroleras) como de las importaciones de mercancías; b) un déficit reducido de la balanza comercial y de la cuenta corriente; c) un desempeño positivo del ingreso por remesas familiares del exterior; d) un superávit en la cuenta de capital menor que los registrados en el primer trimestre del presente año y en los cuatro trimestres del año pasado; y e) una acumulación neta de reservas internacionales.

El comportamiento del comercio exterior de México en el transcurso del segundo trimestre de 2003 fue reflejo tanto de la debilidad que mostró la demanda externa, como del poco vigor de la demanda interna. La primera impactó adversamente a las exportaciones no petroleras y la segunda desalentó la demanda de importaciones. Lo anterior dio lugar a que la balanza comercial arrojara un saldo deficitario moderado y, consecuentemente, lo mismo ocurriera con la cuenta corriente de la balanza de pagos. Estos saldos, aun ajustados por los elevados precios que tuvo el petróleo, reflejan la ausencia de presiones sobre el tipo de cambio provenientes de las cuentas externas.

En el segundo trimestre de 2003, las exportaciones registraron una reducción de 2.1 por ciento con respecto a su nivel del mismo periodo del año anterior. Dicho descenso fue resultado de la combinación de una caída de las exportaciones no petroleras de 3.6 por ciento y un aumento de las petroleras de 13.2 por ciento. La variación observada de las exportaciones no petroleras se debió principalmente a la caída de las ventas al exterior de los productos manufacturados. Ahora bien, en junio tanto las exportaciones no petroleras como las petroleras, presentaron tasas anuales de crecimiento positivas.

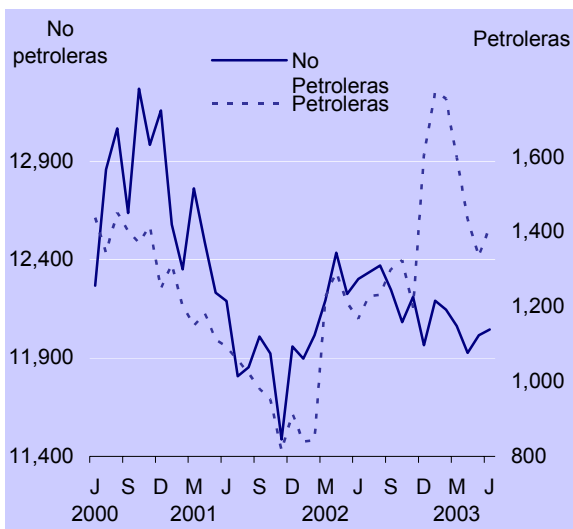
Por otro lado, en el segundo trimestre del año las importaciones de mercancías se redujeron a tasa anual en 2.5 por ciento con respecto a la cifra del mismo periodo de 2002. Ello después de haber crecido 3.8 por ciento en el primer trimestre del año. Al interior de las importaciones, las correspondientes a los bienes de consumo y capital registraron caídas anuales de 7.9 y 8.7 por ciento, respectivamente, mientras que las de bienes intermedios se redujeron 0.5 por ciento.

En las series desestacionalizadas de comercio exterior, se observa que durante el bimestre mayo-junio, el nivel de las exportaciones no petroleras registró un ligero incremento, mientras que el de las importaciones totales presentó altibajos. No obstante, las importaciones de bienes de capital registraron a junio por cuarta vez consecutiva una variación mensual positiva (Gráfica 6).

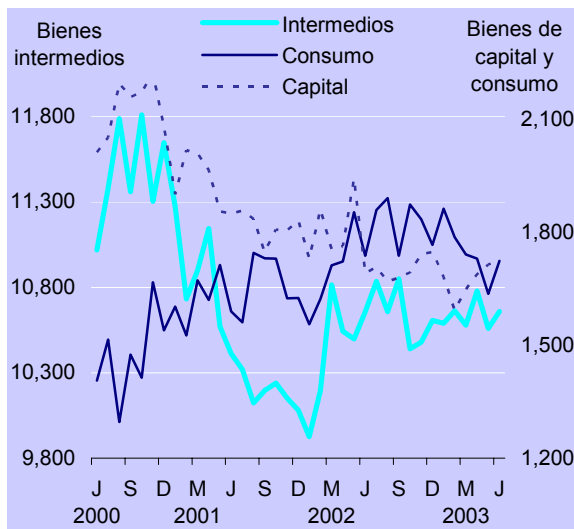
Gráfica 6 Exportaciones e Importaciones: Series Desestacionalizadas

Millones de dólares

Exportaciones



Importaciones



El déficit de la balanza comercial acumulado en el trimestre abril-junio de 2003 sumó 1,221 millones de dólares, saldo menor que el registrado en el mismo periodo del año anterior. Así, el déficit comercial acumulado en el primer semestre del año resultó de 1,606 millones de dólares. Por su parte, en dicho trimestre el déficit comercial no petrolero alcanzó 5,130 millones de dólares y 9,858 millones de dólares en los primeros seis meses de 2003 (Gráfica 7). Cabe señalar que un rubro de la cuenta corriente de la balanza de pagos que mostró un favorable desempeño en el segundo trimestre fue el de remesas familiares.

Tales remesas que envían a México las personas de origen mexicano residentes en el exterior sumaron 2,253 millones de dólares en el bimestre abril-mayo y 4,994 millones en los primeros cinco meses de 2003. Con base en lo anterior, y considerando la información referente a diversos rubros de la cuenta corriente, se estima que en el segundo trimestre del año esta última haya registrado un déficit de alrededor de 1.8 miles de millones de dólares. Con ello, dicho déficit sumaría aproximadamente 4 mil millones de dólares en el primer semestre del año.

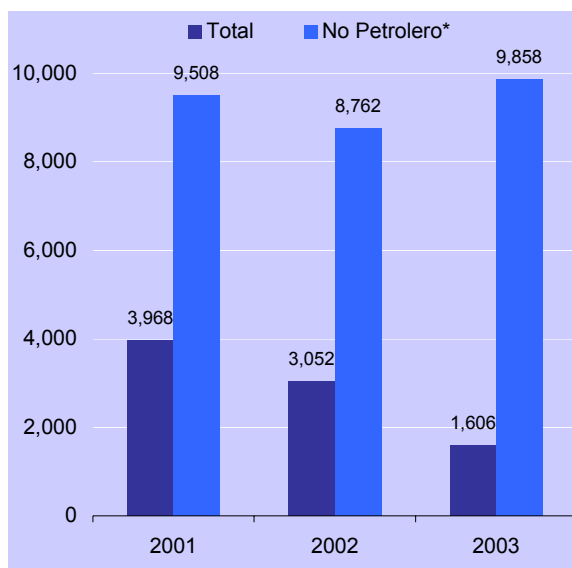
En la cuenta de capital de la balanza de pagos, destaca en el segundo trimestre del año un flujo moderado de inversión extranjera, que incluye una entrada de recursos de inversión extranjera directa y un flujo negativo, pero reducido, de inversión de cartera. En ese trimestre también sobresale una amortización anticipada realizada por el Gobierno Federal de Bonos Brady Par por un monto de 3,839 millones de dólares. Asimismo, se anunció el pago anticipado del remanente de dichos bonos por un total aproximado de 1,284 millones de dólares, programado para llevarse a cabo a finales de julio. Estas operaciones permitirán liquidar la totalidad de los Bonos Brady aún vigentes, que fueron emitidos como parte del programa de reestructuración de la deuda externa de 1990. Por otro lado, durante el periodo objeto de este Informe, el Gobierno Federal concretó dos emisiones de bonos globales por 1,500 y 1,000 millones de dólares, y una emisión adicional por 750 millones de euros. Lo anterior forma parte de la estrategia para el manejo de los pasivos externos del Gobierno Federal, cuya finalidad es la de reducir el costo de la deuda y mejorar su perfil de vencimientos.

Gráfica 7

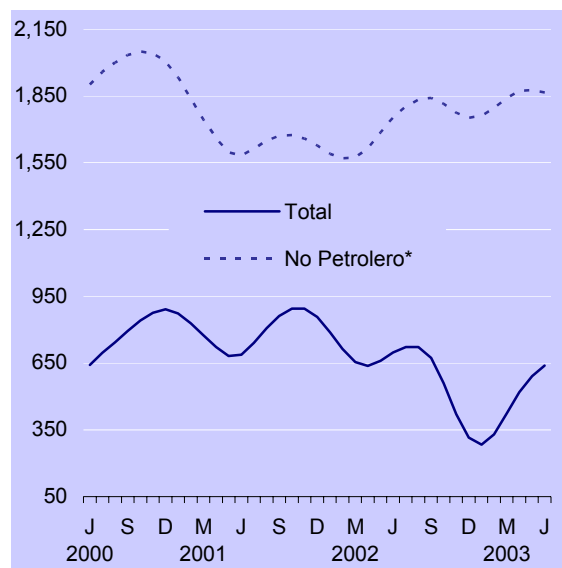
Déficit de la Balanza Comercial, Total y No Petrolero

Millones de dólares

Enero-Junio



Tendencia



* Excluye las exportaciones petroleras y las importaciones de gasolina, gas butano y gas propano.

Se estima que en el segundo trimestre de 2003 el superávit de la cuenta de capital (incluyendo errores y omisiones) haya sido de alrededor de 3,200 millones de dólares. Con este resultado, en el primer semestre de 2003 el superávit acumulado de dicha cuenta sumaría aproximadamente 9.4 miles de millones de dólares.

En el segundo trimestre de 2003 se observó una mejoría en las condiciones de acceso de México al financiamiento externo. Las tasas de interés sobre la deuda externa mexicana registraron una disminución adicional a la observada en el primer trimestre, alcanzando con ello niveles cercanos a sus mínimos históricos. Así, el promedio del rendimiento neto de los bonos UMS26 se redujo en 56 puntos base con respecto al periodo anterior (Gráfica 8). No obstante, como se comentó anteriormente, el flujo neto de recursos al país en el lapso de referencia fue moderado, lo que puede apreciarse en el saldo de la cuenta de capital de la balanza de pagos. La menor demanda de recursos externos es reflejo de la debilidad tanto de la producción interna como de la demanda agregada. Asimismo, el menor uso de financiamiento externo también obedece a una recomposición de pasivos por parte de los emisores privados, quienes han acudido más al mercado interno con el objeto de reducir su endeudamiento con el exterior.

La mejoría en las referidas condiciones de acceso a los mercados globales de capital se explica en lo principal por los siguientes factores:

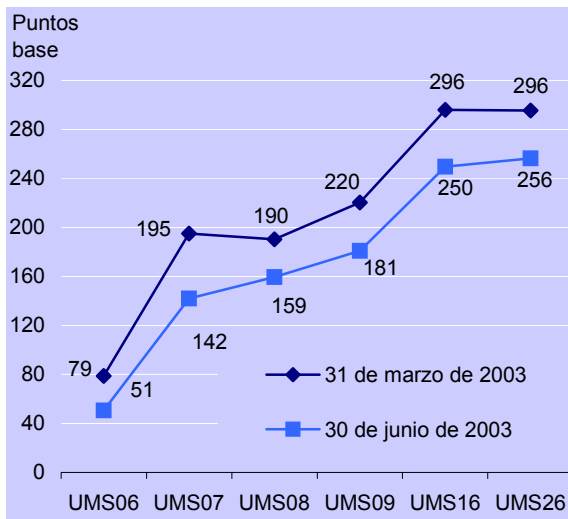
- (a) La incertidumbre geopolítica se ha reducido tras finalizar la guerra en Irak. En consecuencia, los mercados financieros y accionarios han tenido una evolución relativamente favorable y parece haber disminuido la aversión al riesgo de los inversionistas;
- (b) La holgura que ha prevalecido en los mercados financieros internacionales ha propiciado un entorno de mayor liquidez; y
- (c) Los reducidos niveles de las tasas de interés en los países industrializados han hecho que los instrumentos de deuda emitidos por algunas naciones en desarrollo, como México, sean más atractivos para los fondos de inversión institucionales.

La mencionada disminución de las tasas de interés de la deuda externa mexicana durante el segundo trimestre de 2003, parece haber sido el principal determinante de la evolución que mostró el tipo de cambio, caracterizada por el fin de la tendencia hacia la depreciación que había mostrado durante el trimestre anterior. La paridad registró una apreciación de 2.9 por ciento en el periodo de referencia, a pesar de haber estado sujeta en ocasiones a una elevada volatilidad.

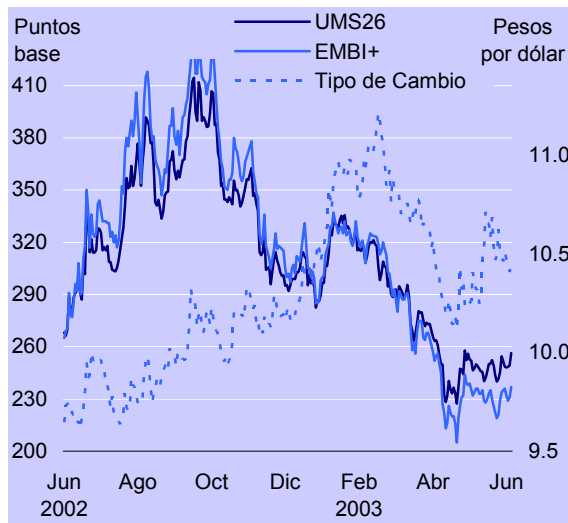
Gráfica 8

Rendimiento de la Deuda Pública Externa y Tipo de Cambio

Rendimiento Neto de la Deuda Pública Externa a Diferentes Plazos



Indicadores de Riesgo País y Tipo de Cambio



Fuente: Bloomberg y Banco de México.

Nota: El rendimiento neto del bono UMS26 es la diferencia entre su rendimiento bruto y el de un bono del gobierno de los Estados Unidos de vencimiento similar.

II.2.5. Precios Administrados y Concertados

En el segundo trimestre de 2003 la inflación mensual del subíndice de los bienes con precios administrados y concertados se ubicó por debajo de la del INPC¹¹. Así, en abril, mayo y junio del presente año su inflación mensual resultó de -0.09, -2.78 y 0.07 por ciento, mientras que la del INPC se ubicó en 0.17, -0.32 y 0.08 por ciento. Estos incrementos mensuales del subíndice de los precios administrados y concertados también se comparan favorablemente con los registrados en los mismos meses de 2002¹².

El descenso que registró la inflación del subíndice mencionado se debió, en lo principal, a la disminución de los precios de los bienes y servicios administrados. A su vez, ello fue el resultado del decremento en los precios de la electricidad y de la

¹¹ La canasta del subíndice de los precios administrados se compone de los siguientes productos: gasolina de bajo octanaje, gasolina de alto octanaje, gas doméstico y electricidad. Los bienes y servicios con precios concertados son: telefonía de larga distancia internacional, servicio de telefonía local, larga distancia nacional, línea telefónica, taxi, autobús urbano, metro o transporte eléctrico, autobús foráneo, transporte colectivo, estacionamientos, tenencia de automóvil, cuotas de autopistas, aceites y lubricantes y cuotas y licencias.

¹² Los incrementos fueron 0.66, -0.21 y 0.50 por ciento en abril, mayo y junio de 2002, respectivamente.

gasolina de bajo octanaje. Cabe mencionar que la caída que experimentó el precio de la electricidad en abril y mayo fue consecuencia del efecto estacional derivado de la entrada en vigor de las tarifas de verano. Así pues, se trata de un aspecto temporal que se revertirá en los meses de octubre y, principalmente, noviembre.

II.2.6. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación

En el periodo de análisis que cubre este Informe, el subíndice de precios de los productos agropecuarios registró variaciones mensuales negativas (-0.88, -0.48 y -0.18, respectivamente, en abril, mayo y junio). Así, la inflación anual de este subíndice de precios se redujo en más de la mitad, al pasar de 13.42 por ciento en marzo de 2003, a 6.09 por ciento en junio del mismo año. Esta baja fue resultado de la disminución de 22.41 puntos porcentuales que alcanzó en el trimestre la inflación anual del componente de las frutas y verduras (de 28.90 por ciento en el primer trimestre a 6.49 por ciento en el segundo), lo cual más que compensó el incremento de 1.44 puntos porcentuales que tuvo en el periodo la inflación anual de la carne y el huevo. La abrupta disminución que registró en el trimestre la inflación anual de los productos agropecuarios no es inusual, ya que dicho subíndice tiene una volatilidad elevada debido al principal tipo de factores que lo afecta, como son las perturbaciones de oferta derivadas de inundaciones, sequías, entre otros. Claramente, esto puede tener efectos significativos, aunque transitorios, en el INPC.

III. La Política Monetaria durante el Segundo Trimestre de 2003

III.1. Acciones de Política Monetaria

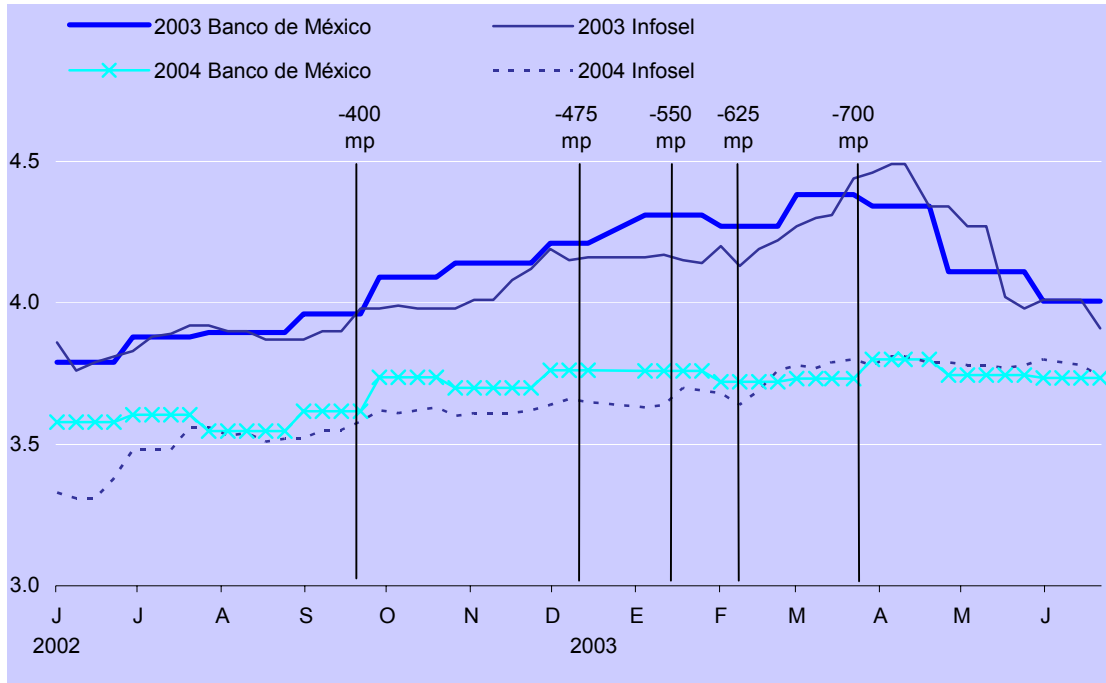
Durante abril, mayo y junio de 2003 el “corto” se mantuvo en un nivel de 25 millones de pesos diarios¹³. Cabe recordar que durante los primeros tres meses de 2003, el “corto” aumentó en tres ocasiones. Dichas acciones se sumaron a las tomadas en el mismo sentido en septiembre y diciembre del año anterior. Las referidas acciones de restricción monetaria se adoptaron porque la economía enfrentó diversas perturbaciones de oferta que hubieran podido poner en riesgo el proceso de estabilización de precios. Entre ellas, destaca el alza del componente no subyacente de la inflación general, especialmente de los productos agropecuarios y de los bienes y servicios administrados. A ello habría que agregar las presiones sobre la inflación que pudieron haberse generado con motivo de la depreciación del tipo de cambio al final de 2002, y en el primer trimestre de 2003.

Durante el segundo trimestre se han ido alcanzando los objetivos de las medidas anteriores, considerando los rezagos con los que opera la política monetaria. Así, en el curso del trimestre la inflación no subyacente comenzó a mostrar una marcada inflexión a la baja. Al respecto vale notar que su ascenso previo, ocasionado principalmente por el incremento en las tarifas eléctricas en 2002, no parece haber contaminado a la inflación subyacente. A su vez, las condiciones monetarias que se habían conformado mediante las restricciones previas indujeron un cambio de tendencia en las expectativas de inflación del sector privado para el cierre del año. En marzo el promedio de dichas expectativas recabadas en la encuesta del Banco de México se ubicó en 4.38 por ciento, disminuyendo a 4.01 por ciento en junio. Esta última cifra implica que un gran número de analistas ya manejan pronósticos de inflación general dentro del intervalo de variabilidad de más/menos 1 por ciento alrededor de la meta de 3 por ciento. Asimismo, las expectativas para la inflación subyacente anual al cierre de diciembre de 2003 se ubicaron en todo momento claramente dentro

¹³ A partir del 10 de abril se pasó del régimen de saldos acumulados al régimen de saldos diarios de las cuentas corrientes que las instituciones de crédito mantienen en el Banco de México.

de dicho intervalo. Sin duda, la reducción de las expectativas de inflación para diciembre de 2003 facilita la convergencia de la inflación general del INPC con la meta de largo plazo (Gráfica 9).

Gráfica 9 **Expectativas de Inflación para el cierre de 2003 y 2004**
Por ciento



Fuente: Infosel y Banco de México, Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

En los comunicados de prensa sobre la postura de política monetaria dados a conocer por la Junta de Gobierno durante el segundo trimestre de 2003, se destacó que la intensificación de la restricción monetaria instrumentada en los trimestres anteriores, aunada a las mejores condiciones financieras prevalecientes en la economía, ayudaría a consolidar la trayectoria descendente de la inflación. También se señaló que la lasitud de la recuperación industrial en los Estados Unidos sugería un panorama complicado para la actividad económica nacional y que, en ese entorno, era previsible que el comportamiento de la demanda agregada no obstaculizaría el proceso desinflacionario. Por último, se advirtió que las perturbaciones observadas en diversos precios específicos habían comenzado a disiparse.

Para analizar la evolución de las condiciones monetarias durante el segundo trimestre de 2003 es necesario hacer un breve recuento de lo ocurrido en los mercados financieros de México, a la luz del entorno internacional que incidió sobre su evolución.

A lo largo del segundo trimestre de 2003 fue notorio en los mercados financieros mundiales el efecto de la disminución en la tensión geopolítica asociada al conflicto en Irak. Así, en un marco de menor incertidumbre, se incrementó la demanda de activos de mayor riesgo y comenzaron a recuperarse los principales índices accionarios.

Sin embargo, la previsión de una economía mundial débil y la concomitante ausencia de presiones inflacionarias generó la expectativa de que algunos de los principales bancos centrales del mundo continuarían relajando su postura monetaria —lo que efectivamente sucedió. De esa manera, las tasas de interés de valores con diversos plazos de vencimiento cayeron marcadamente en la mayor parte de las economías industrializadas. En las de mayor plazo, también influyó la menor demanda de crédito, especialmente la relacionada con la inversión no residencial. A esta caída generalizada de tasas también contribuyó la percepción muy difundida de que no se vislumbra en el horizonte un ciclo mundial de acciones restrictivas de política monetaria.

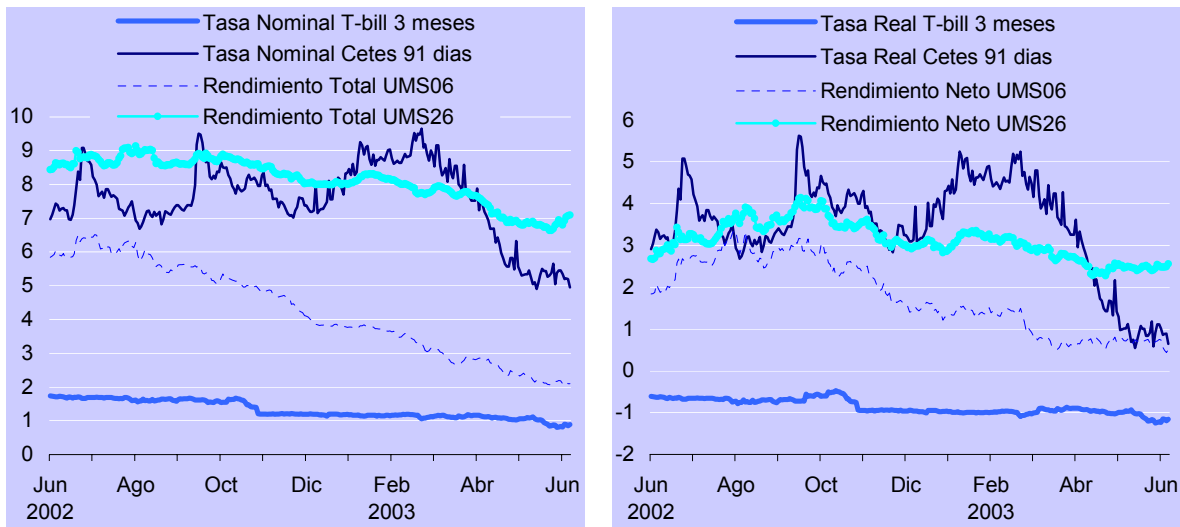
En un contexto de tasas de interés internacionales históricamente bajas y de mayor demanda de títulos de deuda de algunas naciones en desarrollo, las tasas de rendimiento bruto y neto de los bonos mexicanos colocados en el exterior continuaron disminuyendo (Sección II.2.4). De esta manera, el riesgo país para México se redujo en promedio en más de 70 puntos base (EMBI+) del primero al segundo trimestre. La reducción experimentada por las tasas de interés en el exterior, la percepción de un menor riesgo cambiario para los próximos meses y el incremento del apetito por riesgo entre los inversionistas, permitieron que también las tasas de interés internas se ajustaran a la baja de manera significativa. Así, la curva de rendimiento cayó significativamente, en especial en sus plazos menores. Las tasas de los Cetes a 28 y 91 días se redujeron en promedio 255 y 238 puntos base entre los trimestres primero y segundo del año, y alcanzaron niveles mínimos históricos (Gráfica 10). Por su parte, el rendimiento promedio del bono a 10 años disminuyó 135 puntos base durante el mismo lapso. Es importante señalar que las bajas tasas de interés no comprometen en modo alguno el cumplimiento de la meta de inflación. Ello, habida cuenta de la lasitud que ha caracterizado a la demanda agregada y de la ausencia de presiones adicionales sobre los precios no subyacentes.

Así, el cambio de tendencia que mostraron las expectativas de inflación para el cierre del año, aunado a un entorno geopolítico menos incierto y una atonía generalizada (nacional e internacional) de la actividad productiva, propiciaron que las tasas de interés en México se redujeran de manera

congruente con las condiciones de mayor liquidez que han prevalecido en las principales economías industrializadas. En este sentido, la disminución del rendimiento real de los instrumentos financieros en México ocurrió en un contexto en el que las tasas reales de los activos de corto plazo en los Estados Unidos fueron negativas, y en el que las primas de riesgo se mantuvieron con una tendencia declinante.

Lo anterior indica que el comportamiento de las tasas de interés internas ha sido congruente con el tránsito ordenado de la economía mexicana a través de la parte baja del ciclo económico. En estas circunstancias, la conducción de la política monetaria se ha enfocado en dos aspectos principales. Por un lado, ha permitido una fuerte reducción en las tasas de interés, lo que constituye un aliciente directo al gasto, tanto de consumo como de inversión. Por otro, la reducción del ritmo de acumulación de reservas ha incrementado, en el margen, los recursos disponibles para financiar actividades productivas, dado que ello implica una menor velocidad de absorción de recursos financieros por parte del sector público consolidado (Sección III.2.2)¹⁴. De esta manera, la política monetaria, sin poner en riesgo en momento alguno su compromiso con el cumplimiento de la meta establecida para la inflación, ha creado condiciones propicias para estimular un mayor crecimiento económico.

Gráfica 10 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales^{1/} y Rendimiento de los Bonos UMS06 y UMS26
Por ciento



Fuente: Federal Reserve Board of Governors, Infosel y Banco de México.
1/ Tasas de interés nominales deflactadas por las expectativas de inflación para los siguientes 12 meses.

¹⁴ El sector público consolidado incluye al Banco de México.

Es pertinente hacer referencia al comunicado de prensa del 20 de marzo por el cual la Comisión de Cambios anunció la subasta de una fracción de la acumulación de reservas internacionales del Banco de México. Allí se mencionó que el nivel de reservas internacionales ha reforzado la confianza de los agentes económicos sobre la solidez financiera de la economía mexicana y ha facilitado el acceso de los emisores privados y públicos a los mercados internacionales de capital en mejores condiciones. Sin embargo, se señaló que la acumulación de reservas conlleva un “costo de acarreo”, igual a la diferencia entre el rendimiento de dicha reserva y la tasa de interés que debe pagarse por los títulos que se emiten para financiar la mencionada acumulación. Considerando que los beneficios netos de los costos aludidos serían cada vez menos significativos en el margen, la Comisión decidió canalizar al mercado una fracción de los flujos de divisas que podrían acrecentar potencialmente las reservas.

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

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

Durante el segundo trimestre de 2003, la base monetaria continuó creciendo a tasas elevadas (variación anual de 17.3 por ciento de los saldos de fin de mes) si se les contrasta con la meta de inflación y con el crecimiento esperado del producto. Sin embargo, cabe señalar que ese crecimiento se ha dado a un ritmo similar al pronosticado en el Programa Monetario para dicho periodo (18 por ciento).

La evidencia histórica permite constatar que en economías con una inflación baja, los efectos de las perturbaciones sobre el ingreso o la tasa de interés se reflejan con mayor lentitud sobre la demanda de saldos monetarios. Las investigaciones sobre el tema también han demostrado que en dichas economías la demanda de dinero se vuelve más sensible a cambios en la tasa de interés. En consecuencia, la repercusión sobre la demanda de dinero de una fuerte caída de las tasas de interés, como la observada durante los últimos dos años en México, ha sido de mayor magnitud y persistencia que la que se hubiera observado hace una década, cuando existía una mayor inflación¹⁵. En general, es de

¹⁵ Un factor adicional que pudo haber contribuido al crecimiento de la base monetaria es la informalidad creciente en la economía.

esperarse que la base monetaria continúe presentando tasas de crecimiento relativamente elevadas, aunque con una tendencia descendente, con lo cual se anticipa que al cierre del año dicho agregado muestre una variación anual de alrededor de 14 por ciento¹⁶. Por lo expuesto, se considera que dicho crecimiento refleja el notable proceso de remonetización que se ha venido dando en la economía, por lo que es totalmente congruente con la consecución de la meta de inflación.

Por su parte, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó 11,481 millones de pesos de marzo a junio de 2003. Este resultado se explica, en lo fundamental, por la esterilización del impacto monetario derivado del incremento de los activos internacionales.

En el segundo trimestre de 2003 el saldo de la reserva internacional aumentó en 1,409 millones de dólares (Cuadro 8). Las operaciones realizadas con PEMEX fueron la principal fuente de acumulación de reservas (3,521 millones de dólares); en contraste, el Gobierno Federal adquirió del Banco de México 1,697 millones de dólares. Adicionalmente, al 30 de junio se habían vendido 1,280 millones de dólares a través del mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de la reserva internacional¹⁷. Dichas ventas tuvieron como contrapartida una menor colocación de pasivos del Banco de México, por 13,287 millones de pesos.

¹⁶ Pronóstico publicado en el Programa Monetario para 2003.

¹⁷ Comunicado de prensa del Banco de México del 22 de abril de 2003. La primer subasta de dólares se efectuó el 2 de mayo de 2003. Debido a que la venta de dólares se efectúa a 48 horas, la reserva internacional se afecta con dos días de retraso.

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

	Saldos		Flujos en 2003		
	Al 31 Dic. 2002	Al 30 Jun. 2003	1 ^{er} Trimestre	2 ^o Trimestre	Acumulados al 30 de junio de 2003
(A) Base Monetaria (Pesos)	263,937	240,017	-26,087	2,168	-23,919
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	529,503	577,320	35,442	13,649	49,091
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	50,722	55,315	3,280	1,312	4,593
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-265,566	-337,303	-61,529	-11,481	-73,010
(D) Reserva Internacional [(E)-(F)] ^{3/}	47,984	53,397	4,004	1,409	5,413
(E) Reserva Bruta	50,674	55,266	3,279	1,313	4,592
Pemex			2,899	3,521	6,420
Gobierno Federal			-96	-1,697	-1,793
Venta de dólares a la banca ^{4/}				-1,280	-1,280
Otros ^{5/}			476	769	1,245
(F) Pasivos a menos de seis meses	2,690	1,869	-726	-96	-821

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 del Banco de México del 22 de abril de 2003).

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

III.2.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

Una mayor disponibilidad de recursos financieros internos podría facilitar la recuperación de la inversión privada y apoyar el gasto en consumo. En este sentido, es relevante señalar que la oferta interna de recursos financieros disponibles de marzo de 2002 a marzo de 2003, medida a través del flujo anual del agregado monetario M4 (311.5 miles de millones de pesos), representó 4.9 por ciento del PIB (Cuadro 9). Dentro de las fuentes de ahorro interno, destaca que la tercera parte provino de los fondos del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR).

Cuadro 9

Agregado Monetario M4: Variación de Marzo de 2002 a Marzo de 2003

Flujos en miles de millones de pesos

Fuentes			Usos		
	m.m.p.	%		m.m.p.	%
Residentes	300.3	96.4	Reserva Internacional ^{1/}	101.4	32.6
SAR	102.7	33.0	Sector Público ^{2/}	98.1	31.5
Siefores	73.6	23.6	Sector Privado	125.7	40.4
Otros fondos	29.1	9.3	Banca Comercial	44.8	14.4
Resto	197.6	63.4	Emisión de Valores	35.9	11.5
			Fondos de Vivienda (SAR) ^{3/}	45.0	14.4
No Residentes	11.2	3.6	Otros Conceptos	-13.7	-4.4
Total	311.5	100.0	Total	311.5	100.0

1/ Flujo Nominal Efectivo Acumulado de la Reserva Internacional (Ley Orgánica del Banco de México).

2/ Se refiere a los Requerimientos Financieros del Sector Público internos, excluye tanto el endeudamiento externo neto del Gobierno Federal como Pidiregas.

3/ INFONAVIT y FOVISSSTE.

De marzo de 2002 a marzo de 2003 el monto de los recursos financieros destinados al sector privado representó 40.4 por ciento del total, del cual una proporción elevada corresponde al canalizado a través de los fondos públicos de vivienda (INFONAVIT y FOVISSSTE). Así, los recursos financieros internos disponibles para apoyar la inversión no residencial ascienden a tan sólo un poco más de la cuarta parte del flujo anual de ahorro total (25.9 por ciento). Estos datos resaltan la necesidad de disminuir la absorción de recursos financieros internos por parte del sector público consolidado.

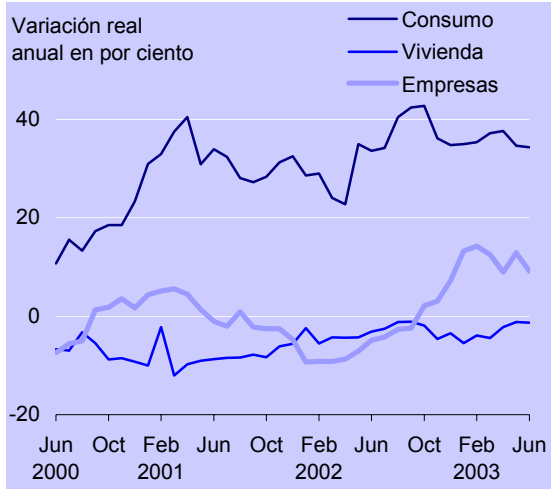
Al respecto, conviene destacar el impacto favorable que ha tenido sobre la disponibilidad de recursos financieros para el sector privado el mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales. Esto se debe a que el Banco de México financia dicha acumulación a través de la colocación de valores (principalmente BREMS) u otros pasivos de regulación monetaria.

Con relación al crédito vigente otorgado por la banca comercial, destaca la variación anual de 11.2 por ciento en términos reales que registró dicho concepto durante el segundo trimestre. A pesar de su vigor, el flujo acumulado del crédito bancario vigente en los primeros seis meses del año (11.2 miles de millones de pesos) representó solamente el 8 por ciento del ahorro financiero disponible durante el periodo y se destinó principalmente al consumo. El creciente flujo de crédito destinado al consumo personal ha liberado restricciones que tradicionalmente enfrentaba el gasto en este rubro y es uno de los factores que yace detrás de la fortaleza relativa de este gasto a nivel agregado. Sin embargo, la información anterior refleja que la banca comercial ha

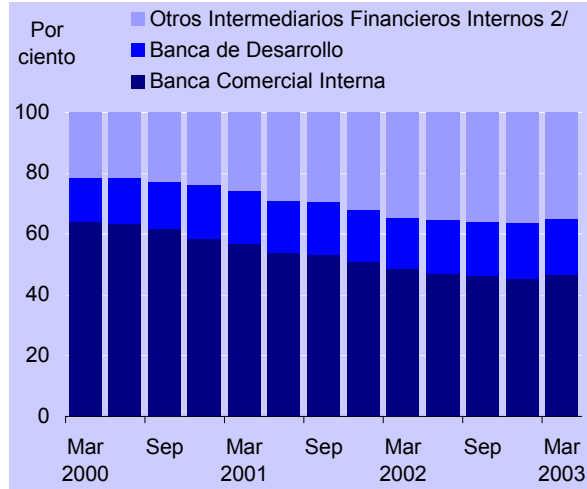
venido disminuyendo su importancia relativa como oferente de recursos prestables (Gráfica 11).

Gráfica 11 Crédito Vigente de la Banca Comercial y Sistema Financiero Consolidado

Crédito Vigente Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado ^{1/}



Estructura del Financiamiento Interno Total por Tipo de Intermediario



1/ Se refiere al crédito directo y no incluye cartera asociada a programas de reestructura.

2/ Incluye uniones de crédito, sociedades de ahorro y préstamo, sociedades de inversión, arrendadoras financieras, empresas de factoraje financiero, sociedades financieras de objeto limitado, instituciones de seguros, sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro, instituciones de fianzas, almacenes generales de depósito, fondos de fomento económico y casas de bolsa.

IV. Perspectivas del Sector Privado para 2003¹⁸

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

Durante el segundo trimestre de 2003, y de hecho, a lo largo de la primera mitad del presente año, los aspectos sobresalientes en los pronósticos de los analistas del sector privado fueron los siguientes (Cuadro 10): i) revisión a la baja del crecimiento esperado del PIB en 2003, de 2.54 por ciento en marzo a 2.16 por ciento en junio; ii) en congruencia con lo anterior, disminuciones de los crecimientos anuales estimados para los distintos rubros de la demanda interna, particularmente, de los correspondientes al consumo privado y a la inversión privada; iii) ajustes a la baja del número de empleos formales que se anticipa se generarán en el año en curso; iv) tasas de interés relativamente menores para el resto del año; v) las previsiones sobre los saldos deficitarios de la balanza comercial y de la cuenta corriente también resultaron menores; vi) la entrada de recursos al país que se estima para 2003 por concepto de inversión extranjera directa resultó más baja. Todas esas revisiones reflejan, por un lado, la incorporación de información más reciente en la elaboración de los pronósticos y, por otro, el reconocimiento de que la reactivación de la actividad económica se ha ido retrasando a lo largo del año.

Para el caso de los Estados Unidos, las revisiones de los pronósticos también han implicado ajustes a la baja del crecimiento estimado del PIB en 2003. Aunque ligeros, tales ajustes han sido muy importantes en lo referente al comportamiento que se anticipa para la producción industrial. De cualquier manera, tanto en el caso de México como en el de Estados Unidos, los pronósticos a junio sobre el crecimiento de sus economías en 2003, implican la previsión de que en ambos países se presentará una significativa recuperación de la actividad económica durante el segundo semestre del año.

La revisión a la baja que han efectuado los distintos consultores económicos del sector privado a la previsión sobre el crecimiento del PIB de México en 2003, ha ido acompañada de una menor dispersión de dichas estimaciones. En el lado derecho de la

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

Gráfica 12, se aprecia como la distribución correspondiente se ha venido desplazando hacia la izquierda, al tiempo que se ha venido concentrando mayormente alrededor de la media¹⁹.

Cuadro 10 Expectativas del Sector Privado: Marzo y Junio de 2003^{1/}

	Marzo 2003	Junio 2003		Marzo 2003	Junio 2003
Crecimiento del PIB Real en México			Tipo de Cambio (Pesos por dólar, cierre del año)		
2003	2.54%	2.16%	2003 Encuesta Banxico	10.88	10.68
2004	4.00%	3.71%	Futuros ^{2/}	11.33	11.36
			2004 Encuesta Banxico	11.23	11.03
Déficit Comercial (Millones de dólares)			Mezcla Mexicana de Petróleo (Dólares por barril en promedio)		
2003	9,286	7,708	2003 Encuesta Banxico	21.80	22.19
Déficit de la Cuenta Corriente (Millones de dólares)			Incrementos Salariales		
2003	16,234	14,716	Para Julio 2003	n.d.	4.84%
			Para Agosto 2003	n.d.	4.83%
Inversión Extranjera Directa (Millones de dólares)			Clima de Negocios		
2003	13,201	12,906	Mejorará	57%	68%
2004	14,348	14,117	Permanecerá igual	40%	23%
			Empeorará	3%	9%
Crecimiento del PIB Real y Producción Industrial en los EUA durante 2003					
Crecimiento del PIB					
Encuesta Banxico	2.4%	2.3%	II Trim. Promedio Corredurías ^{6/}	1.5%	1.5%
Consensus Forecasts ^{3/}	2.3%	2.2%	III Trim. Promedio Corredurías ^{6/}	4.0%	3.8%
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	2.4%	2.3%	IV Trim. Promedio Corredurías ^{6/}	3.3%	3.5%
Promedio Corredurías ^{5/}	2.3%	2.2%			
Producción Industrial					
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	1.80%	0.5%			

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

2/ Los futuros del tipo de cambio corresponden al 31 de marzo y al 30 de junio de 2003.

3/ Consensus Forecasts del 7 de abril y 14 de julio 2003.

4/ Blue Chip Economic Indicators del 10 de abril y 10 de julio 2003.

5/ Promedio de los pronósticos de las corredurías de Deutsche Bank, Goldman Sachs y JP Morgan al 21 de abril y al 21 de julio de 2003.

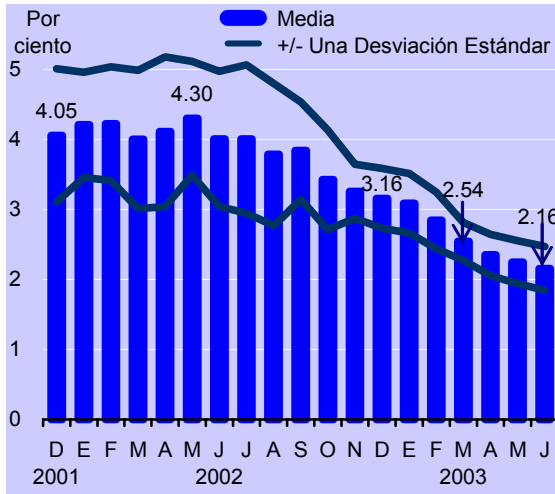
6/ Variación trimestral anualizada.

¹⁹ Además de reflejar motivos fundamentales en la formación de expectativas para el crecimiento del PIB en 2003, el hecho de que se reduzca su dispersión con el paso del tiempo también se debe a que, al reducirse el horizonte de pronóstico, se incorpora información común para todos los encuestados sobre los eventos que han ido transcurriendo.

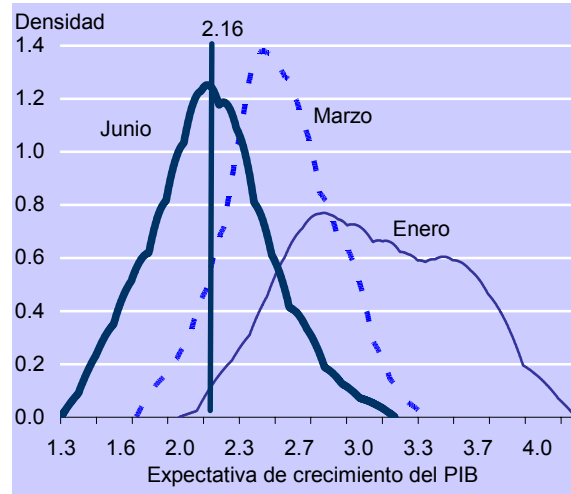
Gráfica 12

Expectativas de los Consultores sobre el Crecimiento del PIB en 2003

Crecimiento Real del PIB



Función de Densidad de las Expectativas de Crecimiento Económico



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

Otros aspectos que destacan en los pronósticos de los analistas económicos del sector privado son los siguientes: i) las expectativas sobre el tipo de cambio del peso mexicano al cierre de 2003 fueron revisadas a la baja durante el lapso de marzo a junio; ii) se prevé una disminución de los incrementos nominales de los salarios contractuales en julio y agosto de 2003, respecto a lo registrado en los últimos meses; iii) los indicadores relativos al clima de los negocios y al nivel de confianza mostraron en junio un escenario de mayor optimismo que el captado en marzo pasado; y iv) se considera que los principales factores que podrían restringir el ritmo de la actividad económica durante la segunda mitad del año son tanto de origen externo como interno. Entre estos destacan la debilidad de los mercados mundiales, la lasitud del mercado interno y la incertidumbre acerca de la situación económica y política al interior del país. En particular, durante el segundo trimestre, la ausencia de cambios estructurales incrementó su influencia como factor restrictivo de la actividad económica, de acuerdo con los analistas.

IV.2. Expectativas sobre la Inflación

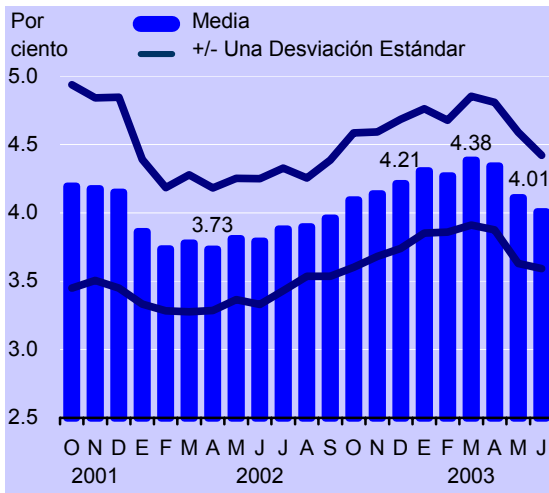
La inflación esperada para 2003 se revisó a la baja de manera significativa durante el segundo trimestre del año. En efecto, el pronóstico de los analistas respecto a la inflación general

para el cierre de 2003 se redujo en ese periodo en 0.37 puntos porcentuales (de 4.38 por ciento en marzo a 4.01 por ciento en junio).

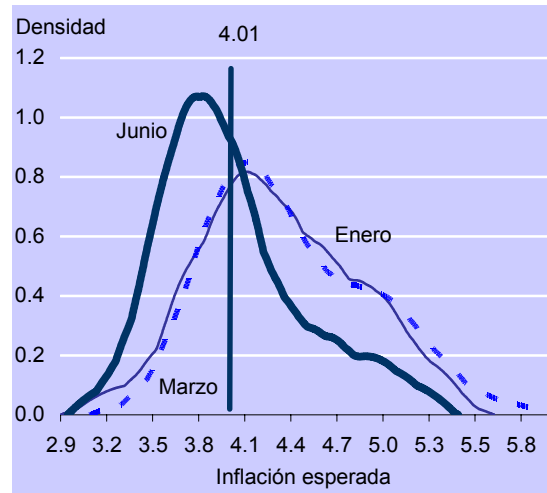
La significativa revisión referida ha redundado también en menores diferencias entre las previsiones que unos y otros tienen acerca de esa variable. Así, la distribución de las respuestas no sólo se ha ido trasladando hacia una inflación más baja, sino que también se ha reducido de manera importante la dispersión de los pronósticos de inflación para el presente año (Gráfica 13).

Gráfica 13 Expectativas de los Consultores sobre la Inflación en 2003

Inflación



Función de Densidad de las Expectativas de Inflación



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

V. Balance de Riesgos

La evolución de la economía nacional durante el segundo trimestre de 2003 estuvo condicionada por la debilidad tanto de la demanda externa como de la interna. Asimismo, continuó observándose una recomposición del gasto interno, con un consumo moderadamente dinámico contrastando con un gasto en inversión persistentemente anémico. Por el lado de la oferta, lo anterior se ha visto reflejado en una menor contribución del sector industrial al producto y al empleo total, mientras que la del sector servicios ha aumentado. Estos cambios en la composición de la demanda y de la oferta agregadas —los cuales se han observado también en los Estados Unidos— no son propicios para una recuperación sostenida del crecimiento económico.

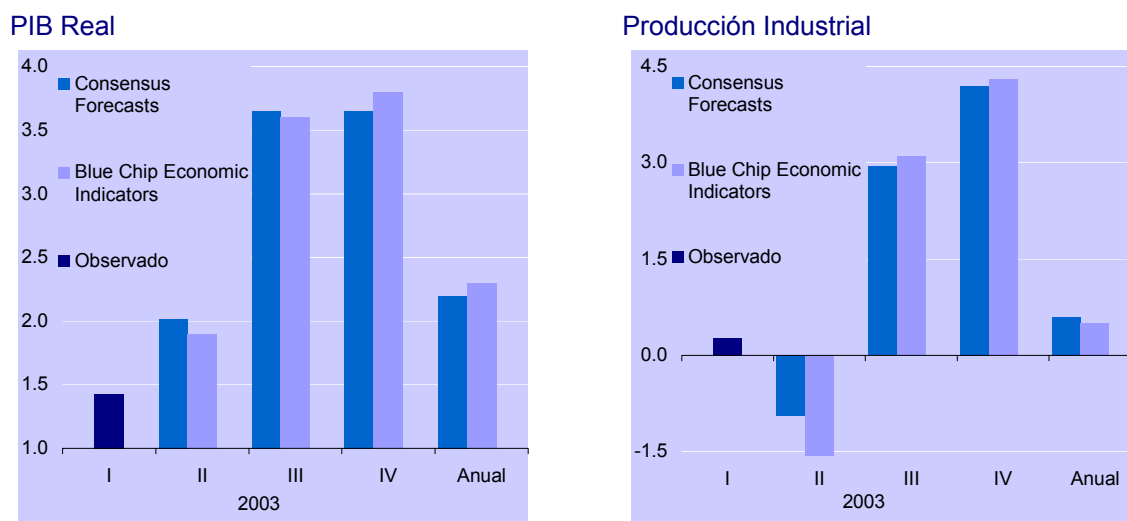
Dado el contexto anterior, el escenario base preparado por el Banco de México para la segunda mitad del año está basado en los siguientes supuestos:

- (a) Se mantiene en 2.3 por ciento la previsión del crecimiento anual promedio en 2003 del PIB de los Estados Unidos. Sin embargo, el supuesto relativo al crecimiento anual promedio de la producción industrial en dicho país para 2003 se redujo de 1.4 a 0.6 por ciento. Esta revisión ya toma en cuenta la expectativa de los analistas respecto a un repunte de la producción industrial en el segundo semestre del año con respecto a lo observado en el primero (Gráfica 14);
- (b) Se estima que el precio del barril de la mezcla mexicana de petróleo pueda ubicarse en 2003 en un promedio de 24 dólares por barril; y
- (c) Se anticipa que en lo que resta del año las condiciones de acceso al financiamiento externo para México continuarán siendo favorables.

Gráfica 14

Expectativas de Crecimiento del PIB Real y de la Producción Industrial en los Estados Unidos para 2003

Variación trimestral anualizada y variación anual en por ciento



Fuente: Encuestas de Consensus Forecasts y Blue Chip Economic Indicators del 14 y 10 de julio, respectivamente.

Con base en los supuestos anteriores y en la información más reciente sobre la marcha de la economía, se realizó un ejercicio de pronóstico para las principales variables macroeconómicas. Los resultados se describen a continuación.

Crecimiento Económico: Se estima que el crecimiento anual promedio del PIB de México en 2003 será de alrededor de 2 por ciento, inferior a la previsión de 2.4 por ciento que se presentó hace tres meses. La revisión de dicho pronóstico se debió principalmente a la expectativa de un menor crecimiento en 2003 de la producción industrial en los Estados Unidos. Asimismo, la estimación anterior presenta un grado de incertidumbre mayor que en otras ocasiones, originada en los factores de riesgo que se mencionan posteriormente en este apartado. Cabe señalar que la revisión del pronóstico para el crecimiento de la economía nacional en 2003 está en línea con las estimaciones correspondientes de los analistas del sector privado.

Se anticipa que la variación anual del PIB real en el segundo trimestre de 2003 haya sido de 0.3 por ciento. El bajo crecimiento previsto está influenciado por el hecho que dicho periodo contó con menos días laborables que su correspondiente en 2002. En contraste, para el segundo semestre del año se prevé un crecimiento más vigoroso de la actividad económica. Esta reactivación sería consecuencia del mantenimiento de la fortaleza que ha mostrado el consumo privado, de un impulso marginal

proveniente del sector externo derivado del mayor dinamismo de la actividad industrial en los Estados Unidos en el segundo semestre del año, así como de un repunte moderado de la inversión privada, apoyado en las reducidas tasas de interés. Como resultado de estas previsiones, en lo que resta del año podría comenzar a revertirse la tendencia que se ha observado en cuanto a la composición de la demanda y de la oferta agregadas.

Empleo: Debido a que se ha revisado la previsión de crecimiento económico y a que los incrementos salariales contractuales continúan desincentivando la contratación de mano de obra, se estima que en el presente año habrá una menor generación de empleos que la prevista hace tres meses. En concreto, se anticipa que para el año en curso, se generarían aproximadamente 150 mil empleos en el sector formal de la economía.

Cuenta Corriente: Se calcula que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos será 2.2 por ciento del PIB.

Inflación: En el escenario base se anticipa que en lo que resta del 2003 la inflación presente una trayectoria congruente con el objetivo de 3 por ciento, considerando un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual. Asimismo, se espera que la inflación anual subyacente continúe dentro de dicho intervalo y que retome una tendencia gradual a la disminución.

En cuanto a los distintos subíndices, se estima que la inflación anual subyacente de las mercancías mantenga un comportamiento estable. Al respecto, cabe señalar que el ligero repunte que podría mostrar la inflación anual de este subíndice durante los meses de verano, debido a las tasas de inflación mensual atípicamente bajas que se registraron en el mismo periodo del año pasado, podría ser contrarrestado por la deflación que se prevé que continúen registrando las mercancías en Estados Unidos. Por otra parte, se anticipa que el comportamiento del subíndice subyacente de los servicios siga contribuyendo a la reducción de la inflación general, aunque la magnitud de esta contribución dependerá en gran medida de la evolución que tengan los incrementos salariales.

La perspectiva sobre la evolución de la inflación no subyacente durante los siguientes meses es, en general, compatible con el objetivo de inflación, en ausencia de perturbaciones inesperadas. Cabe notar que los efectos de los ajustes que registraron en 2002 los precios administrados se han disipado

prácticamente por completo, sin haber contaminado a la inflación subyacente.

El escenario descrito está sujeto a varios factores de incertidumbre. En lo que toca a los riesgos provenientes del ámbito externo, pueden señalarse los siguientes:

- (a) El principal elemento que puede afectar el curso previsto para la economía nacional se refiere a la duración y a la fortaleza con las que se espera crezcan la producción industrial y la inversión no residencial en los Estados Unidos; y
- (b) Es posible que el precio del petróleo continúe presentando cierta volatilidad debido a diversos factores que afectan este mercado.

En cuanto a los riesgos que se avizoran en el ámbito interno, pueden mencionarse los siguientes:

- (a) La posibilidad de una pérdida de mercado de las exportaciones mexicanas en los Estados Unidos, a pesar del esperado repunte en la actividad industrial en ese país en el segundo semestre, debido a la falta de competitividad. Lo anterior se ha puesto en evidencia por el riesgo que representa la creciente participación de las exportaciones de China;
- (b) La permanencia y la intensidad de la reactivación económica en México dependerá en gran medida de que tenga lugar una recomposición de la demanda agregada en favor de la inversión, especialmente en maquinaria y equipo y construcción no residencial;
- (c) Si bien la inflación subyacente se ha mantenido claramente dentro del intervalo de variabilidad establecido para la inflación general, ha mostrado cierta resistencia a la baja en los últimos meses;
- (d) Los incrementos salariales siguen siendo incompatibles con las condiciones de holgura en el mercado laboral;
- (e) La evolución prevista de la inflación general podría alterarse por el resurgimiento de “choques” de oferta que provocaran una dinámica desfavorable de su componente no subyacente. En particular, los precios de los genéricos no subyacentes con mayor volatilidad son los de los productos agropecuarios. En el corto plazo, es posible que

este tipo de perturbaciones pudiesen generar alguna desviación del objetivo para la inflación al cierre del año, pero se esperaría que dicha desviación fuera efímera;

- (f) Una fuerte alza del precio del gas LP caería también dentro de la categoría de perturbaciones de oferta que impactaría la trayectoria de la inflación no subyacente. A raíz de la volatilidad inducida por la incertidumbre geopolítica, el precio de este hidrocarburo permanece fijo desde febrero, con un efecto negativo sobre las finanzas de PEMEX. Desde un punto de vista de la salud de las finanzas públicas en el largo plazo, así como en términos de reducir distorsiones en la producción y el consumo del gas LP, es recomendable que su precio refleje su costo de oportunidad a la brevedad posible. No obstante, un ajuste sustancial en dicho precio también podría detonar presiones inflacionarias en el corto plazo; y
- (g) La pérdida de competitividad de la industria nacional constituye un peligro potencial significativo para la economía en el mediano plazo. Así como una empresa está en posibilidad de reducir sus precios cuando registra avances en su eficiencia productiva, a nivel agregado una economía puede contener presiones en el nivel general de precios a través de los incrementos en productividad. De esta forma, la competitividad tiene implicaciones tanto para el crecimiento potencial de una economía, como para sostener una inflación baja en el mediano plazo. Por lo anterior, resulta de capital importancia alcanzar los consensos políticos necesarios para evitar retrasos adicionales en la realización de las reformas estructurales.

Como puede apreciarse, la reactivación de la economía mexicana continúa sujeta a un cierto grado de incertidumbre debido a riesgos tanto de orden externo como interno. Sin embargo, por el lado externo, la menor restricción en las condiciones financieras globales, resultante de la histórica baja en las tasas de interés internacionales y de la menor aversión al riesgo, es un factor de apoyo para la recuperación económica. Por el lado interno, las menores tasas de interés, favorecidas por la conducción de la política monetaria, también deberán contribuir a la reactivación de la economía.

A pesar de los riesgos enumerados en el balance, existen elementos objetivos para avizorar la convergencia de la inflación general con el objetivo que la Junta de Gobierno del Banco de México trazó para el cierre del año. Inclusive, la trayectoria de la

inflación general para un horizonte posterior se ubicaría alrededor del objetivo de 3 por ciento, de materializarse el entorno económico nacional e internacional previsto. Cabe destacar que el objetivo de inflación que el Banco de México estableció para el largo plazo operará en forma continua, y no se aplica sólo a la inflación para el cierre del año. Una vez que la inflación converja a su nivel objetivo se terminaría una etapa de desinflación y comenzaría una de consolidación de la estabilidad de precios en forma permanente. La conducción de la política monetaria estará orientada a mantener la inflación general en su objetivo de largo plazo.

La disciplina en las políticas monetaria y fiscal ha sido fundamental para alcanzar un entorno de estabilidad macroeconómica en México. Gracias a ella, la economía mexicana ha sido mucho más resistente a los embates provenientes del exterior, divorciándose de la evolución negativa que ha afligido a la gran mayoría de los países con economías emergentes. Así, nuestro país goza de un acceso favorable a los mercados internacionales de capital, y padece en mucho menor medida la volatilidad intrínseca en ellos.

Sin embargo, la estabilidad macroeconómica es una condición necesaria, mas no suficiente, para propiciar el crecimiento de la producción, el ingreso y el empleo. Para ello, se requieren medidas que incrementen la productividad y la competitividad de la economía mexicana. Las reformas estructurales, la desregulación y, en general, las medidas que incrementen la flexibilidad y la capacidad de respuesta a las condiciones cambiantes de la economía mundial, deben ir encaminadas en esta dirección. Nuestro país no debe rezagarse frente al avance económico del resto de las naciones del orbe. Por ello, de postergarse la modernización que México requiere para mejorar el nivel de vida de sus habitantes, se estará desaprovechando la gran oportunidad que presenta el contar con el marco propicio que significa la estabilidad macroeconómica.