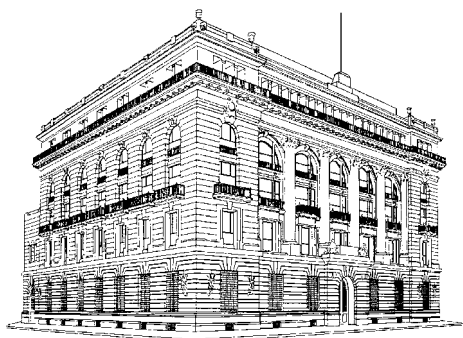


Informe sobre la Inflación

Enero – Marzo 2003



BANCO DE MEXICO

ABRIL, 2003

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÚÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB

ADVERTENCIA

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

INDICE

I. Introducción	1
II. Evolución Reciente de la Inflación	3
II.1. Comportamiento de los Distintos Indicadores de Inflación	4
II.1.1. Inflación Anual del Indice Nacional de Precios al Consumidor y del Indice de Precios Subyacente	4
II.1.2. Inflación Mensual del Indice Nacional de Precios al Consumidor y del Indice de Precios Subyacente	6
II.1.3. Indice Nacional de Precios Productor (INPP)	8
II.2. Principales Determinantes de la Inflación	8
II.2.1. Entorno Externo	9
II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo	15
II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas	19
II.2.4. Balanza de Pagos, Flujos de Capital y Tipo de Cambio	25
II.2.5. Precios Administrados y Concertados	30
II.2.6. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación	32
III. La Política Monetaria Durante el Primer Trimestre de 2003	33
III.1.1. Acciones de Política Monetaria	33
III.2. Agregados Monetarios y Crediticios	38
III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales Netos	40
III.2.2. Agregados Monetarios	45
III.2.3. Financiamiento al Sector Privado	46
IV. Perspectivas del Sector Privado para 2003	48
IV.1. Pronóstico sobre los Principales Determinantes de la Inflación	48
IV.2. Expectativas sobre la Inflación	50
V. Balance de Riesgos	51

I. Introducción

La evolución de la inflación y de sus principales determinantes durante el primer trimestre de 2003, así como el desempeño que se espera de éstos a lo largo del resto del año, son en lo general compatibles con la convergencia al cierre de diciembre con una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento, con un intervalo de variabilidad de más/menos uno por ciento. En particular, se aprecia que las condiciones financieras actuales, una recuperación de la economía más débil que la esperada al inicio del año y la intensificación preventiva de la restricción monetaria, previsiblemente conseguirán contener las presiones inflacionarias. No obstante, por razones tanto de índole externa como interna prevalece un inusual grado de incertidumbre. Por tanto, la Junta de Gobierno del Banco de México continuará evaluando rigurosamente el conjunto de indicadores que utiliza para detectar la presencia de presiones inflacionarias que pudieran desviar la trayectoria de la inflación de la meta propuesta. En este último caso, la Junta adoptaría las medidas necesarias para reestablecer las condiciones monetarias que conduzcan la inflación hacia el objetivo.

En el primer trimestre de 2003 la economía mexicana se vio afectada de manera adversa por un entorno internacional particularmente complejo. La economía de los Estados Unidos, que había mostrado señales de recuperación hacia mediados del año anterior, volvió a debilitarse, sin que ello fuese compensado por un crecimiento significativo en el resto del mundo. Además, los principales mercados financieros internacionales se vieron influidos por resultados mediocres de las empresas, reducciones de los precios de las acciones y quebrantos en las carteras de los inversionistas. Así, en los países industrializados tuvo lugar una disminución en los índices de confianza de los consumidores y de las empresas y, en general, prevaleció un ambiente poco propicio para la reactivación de la demanda.

La mayoría de los indicadores sobre la evolución del sector real apunta a que en los primeros tres meses del año el crecimiento de la economía mexicana fue débil. En el último trimestre de 2002 la expansión de la economía se estancó debido a la falta de vigor del gasto privado en consumo e inversión, y a la atenuación del ritmo de aumento de las exportaciones. En las cifras hasta ahora disponibles, se percibe todavía la falta de fuerza en el

gasto de las familias, de las empresas y de los mercados del exterior. Una expansión poco robusta de la demanda tuvo como contrapartida condiciones de mayor holgura en el mercado laboral.

La postura restrictiva de la política monetaria se acentuó en tres ocasiones durante el trimestre. Con ello, desde septiembre de 2002 se han acumulado cinco acciones en el mismo sentido. Durante el periodo de referencia las tasas de interés aumentaron de manera congruente con los incrementos del “corto”. El alza de las tasas de interés internas contrastó con el bajo nivel y la estabilidad de las tasas de interés en los Estados Unidos, así como con la reducción del rendimiento neto de los bonos soberanos de México colocados en el exterior.

En un contexto de debilidad económica y de condiciones monetarias restrictivas, la inflación anual del INPC se mantuvo relativamente estable durante el primer trimestre del presente año. La inflación anual subyacente se movió en una trayectoria descendente, impulsada por la reducción de la del subíndice correspondiente de los servicios, la cual había mostrado a lo largo de 2002 cierta rigidez a la baja. Por su parte, la inflación anual subyacente de las mercancías permaneció en un nivel cercano a 2 por ciento en el trimestre. Así, hasta el momento de publicar este Informe no hay evidencia de una reactivación del traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios al consumidor. Sin embargo, la reducción que experimentó la inflación anual subyacente no se reflejó en una disminución más pronunciada de la inflación anual general. Ello puede atribuirse, en parte, a la evolución desfavorable del subíndice de precios agropecuarios.

En los siguientes capítulos de este documento se presenta el análisis detallado del desempeño de la inflación y de sus principales determinantes durante el periodo enero-marzo de 2003, y se delinearán las perspectivas que avizora la Junta de Gobierno del Banco de México respecto de su evolución.

II. Evolución Reciente de la Inflación

La trayectoria de los precios durante el primer trimestre de 2003 resultó, en términos generales, acorde con lo pronosticado en el anterior Informe sobre la Inflación. Al respecto, la inflación anual general se ubicó en un nivel ligeramente inferior al de diciembre anterior y la inflación anual subyacente continuó disminuyendo. La diferencia en el comportamiento de estos dos índices de precios se explica por el crecimiento de los precios de los productos agropecuarios. Así, en materia de inflación durante el periodo enero-marzo de 2003 puede destacarse lo siguiente:

- (a) La inflación anual del INPC se mantuvo relativamente estable;
- (b) La inflación anual subyacente se redujo significativamente como consecuencia de la baja que mostró la del rubro de los servicios, al haberse revertido el repunte que había registrado la inflación anual de tres conceptos: vivienda propia, vivienda en renta y seguro de automóvil;
- (c) La inflación anual subyacente de las mercancías se sostuvo en un ritmo similar al del trimestre anterior, aún cuando el tipo de cambio registró una depreciación significativa;
- (d) La inflación anual de los productos agropecuarios aumentó marcadamente debido a dos factores: una reducción menos pronunciada en los precios del componente de frutas y verduras que la observada en el mismo trimestre del año pasado, y un incremento de los precios de la carne y del huevo;
- (e) La inflación anual de los bienes y servicios con precios concertados disminuyó notablemente, mientras que la del subíndice de los administrados tuvo una reducción moderada; y
- (f) La depreciación del tipo de cambio se reflejó en un incremento de la inflación del componente de exportaciones del INPP sin petróleo.

II.1. Comportamiento de los Distintos Indicadores de Inflación

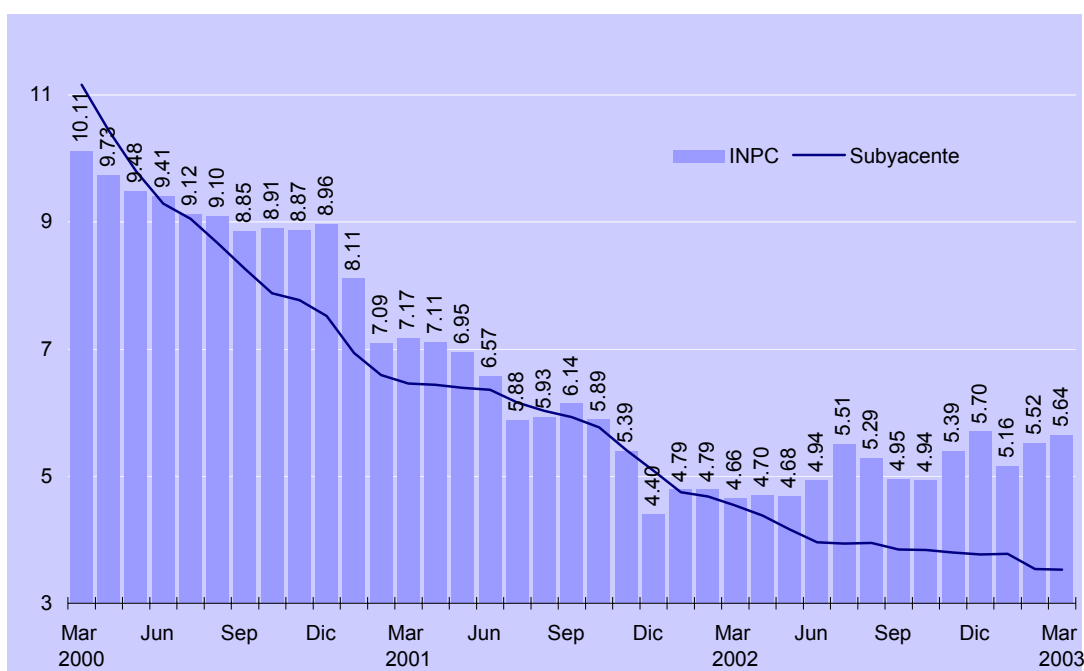
II.1.1. Inflación Anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente

Al cierre del primer trimestre de 2003 la inflación del INPC resultó de 5.64 por ciento, en tanto que la subyacente fue de 3.53 por ciento. La reducción que mostró durante el trimestre reportado la inflación subyacente fue 0.18 puntos porcentuales mayor que la del INPC (Gráfica 1).

Gráfica 1

Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente

Variación anual en por ciento



La evolución de la inflación general en el trimestre se determinó en gran medida por la del componente no subyacente del INPC. Cabe destacar el elevado incremento que mostró la inflación de los productos agropecuarios. Ello se debió en buena medida a que en igual trimestre del año anterior el subíndice de los precios agropecuarios registró, en el rubro de frutas y verduras, una baja más pronunciada que en el actual, mientras que los precios de la carne y el huevo experimentaron un incremento significativo.

Por otro lado, la inflación de los bienes y servicios con precios administrados y concertados se mantuvo en un nivel alto, a pesar de la notable reducción de la inflación del subíndice de precios concertados (Cuadro 1). Al interior del subíndice de precios administrados, los incrementos experimentados en los meses finales del año pasado por los precios del gas doméstico afectaron adversamente a la inflación. Asimismo, también ejerció una influencia alcista la elevación que tuvo en los primeros tres meses del presente año el precio de la gasolina, en particular en las ciudades de la frontera norte.

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

Por ciento

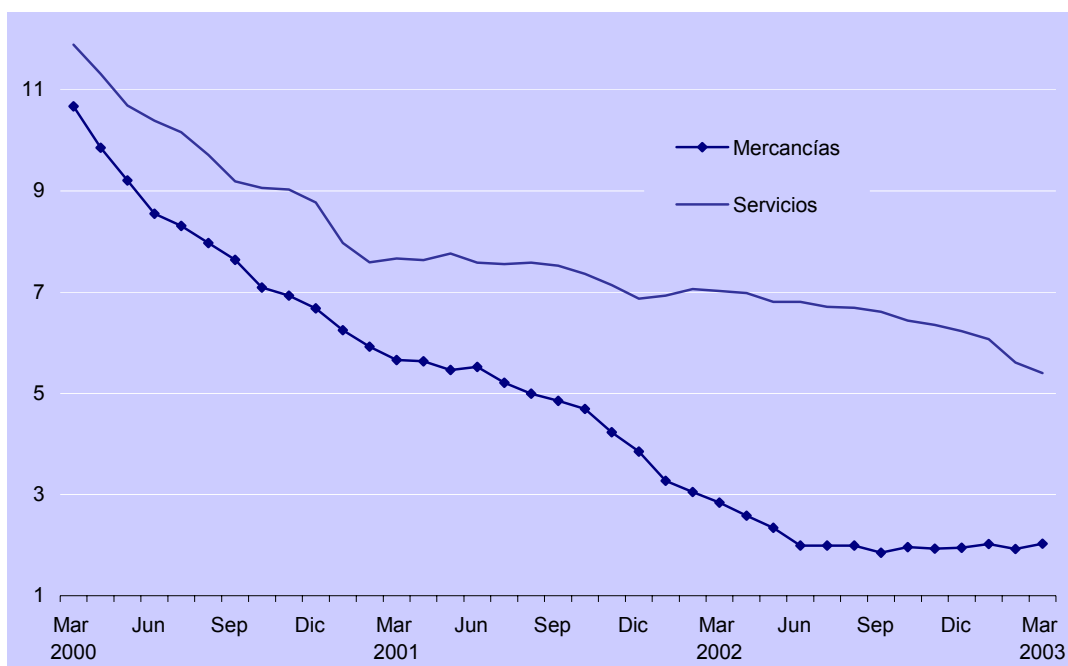
	Variaciones Anuales			Variaciones Trimestrales		
	Mar 2003/ Mar 2002	Dic 2002/ Dic 2001	Mar 2002/ Mar 2001	Mar 2003/ Dic 2002	Dic 2002/ Sep 2002	Mar 2002/ Dic 2001
	INPC	5.64	5.70	4.66	1.32	1.69
Subyacente	3.53	3.77	4.54	1.43	0.71	1.67
Mercancías	2.03	1.95	2.84	1.09	0.55	1.01
Servicios	5.40	6.23	7.02	1.81	0.89	2.61
Agropecuarios	13.42	8.65	2.85	-0.77	6.22	-4.95
Frutas y Verduras	28.90	22.23	0.06	-6.55	14.22	-11.38
Carne y Huevo	4.37	-0.10	4.56	3.73	0.72	-0.71
Educación	10.24	10.04	13.61	1.17	0.00	0.98
Administrados y Concertados	8.22	10.96	4.58	1.93	4.07	4.51
Administrados	15.02	16.84	1.35	3.09	8.46	4.73
Concertados	2.60	6.12	7.28	0.88	0.39	4.34

Durante el periodo enero-marzo de 2003, la inflación subyacente de las mercancías permaneció en un nivel similar al del cierre del trimestre anterior (Gráfica 2). Por tanto, hasta el momento no hay evidencia de que la depreciación que presentó el tipo de cambio desde el segundo trimestre del año pasado, se haya traducido en una inflación adicional de los precios al consumidor.

El componente de los servicios dentro de la inflación subyacente tuvo un comportamiento favorable en el primer trimestre de 2003 (Gráfica 2). La reducción de la tasa de crecimiento de este subíndice, la más pronunciada en los últimos 8 trimestres, se explica por el descenso de la inflación en la mayoría de los genéricos que lo integran. En particular, se revirtió la tendencia alcista de la inflación de la vivienda propia y en renta, y del seguro de automóvil, que en trimestres precedentes había

constituido un escollo para que la inflación en este sector disminuyese a un ritmo más rápido.

Gráfica 2 **Indices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios**
Variación anual en por ciento



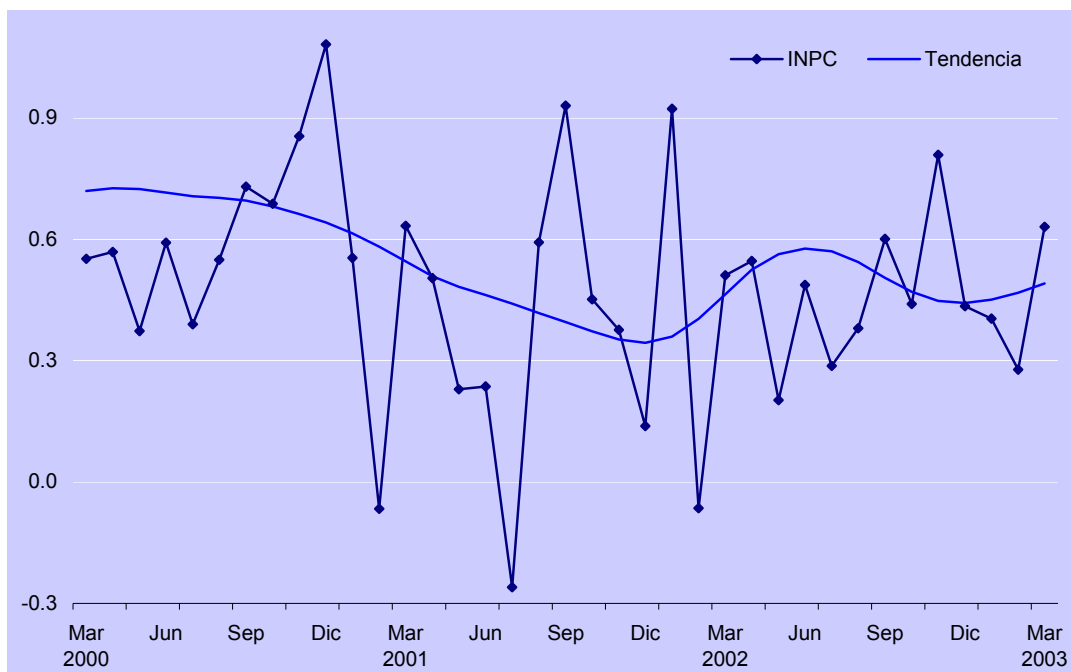
II.1.2. Inflación Mensual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente

En el primer trimestre de 2003, la serie de tendencia de la inflación del INPC registró un ligero incremento (Gráfica 3). Cabe señalar que la serie de tendencia permite eliminar los efectos calendario que afectan de manera recurrente a la inflación cada año.

Gráfica 3

Índice Nacional de Precios al Consumidor

Variación mensual en por ciento



En enero y febrero de 2003 la inflación resultó inferior a la pronosticada por los especialistas en economía del sector privado. Sin embargo, en marzo ocurrió lo contrario. Ello, principalmente por el incremento de los precios de los productos agropecuarios que, debido a su volatilidad, son difíciles de anticipar (Cuadro 2).

Cuadro 2

Inflación Mensual Observada y Esperada

Variación mensual en por ciento

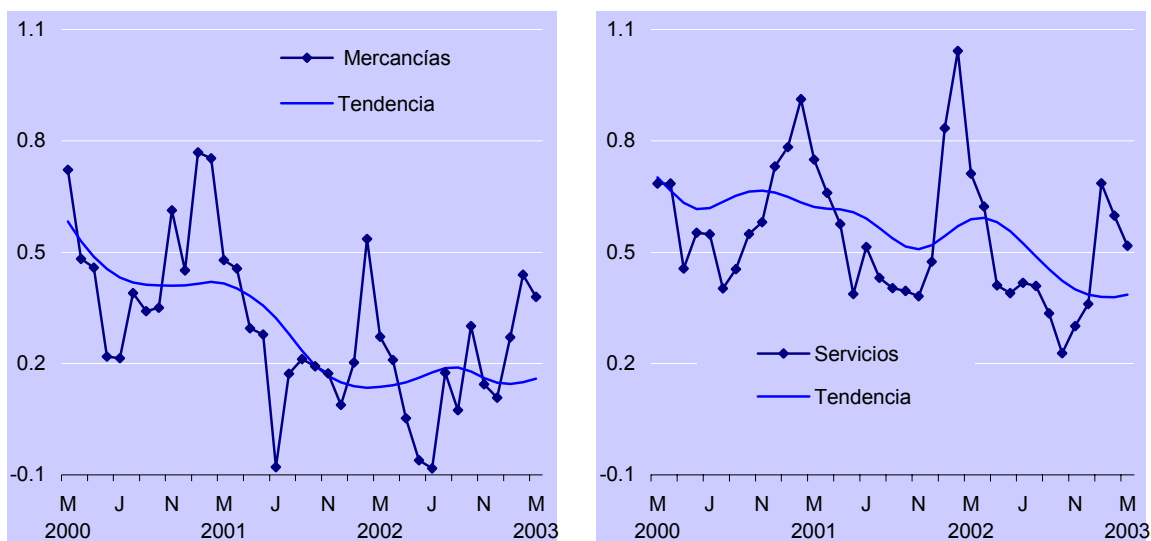
	2003		2002	
	Observada	Esperada ^{1/}	Observada	Esperada ^{1/}
Enero	0.40	0.59	0.92	0.92
Febrero	0.28	0.30	-0.06	0.48
Marzo	0.63	0.33	0.51	0.39

^{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.

De diciembre de 2002 a marzo de 2003, la serie de tendencia de la inflación subyacente de las mercancías mostró un ligero repunte; no obstante, se mantuvo por abajo de 0.2 por ciento. Por otro lado, la serie de tendencia de la inflación subyacente de los

servicios permaneció en el mismo nivel que registró al cierre del trimestre anterior (Gráfica 4).

Gráfica 4 **Indices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios**
Variación mensual en por ciento



II.1.3. Índice Nacional de Precios Productor (INPP)

En el primer trimestre de 2003, la trayectoria de la inflación anual del INPP sin petróleo y sin servicios continuó al alza. Así, al cierre del trimestre ésta fue de 8.34 por ciento, lo que significó un incremento de 2.05 puntos porcentuales respecto al nivel observado al final del cuarto trimestre de 2002. Dicho aumento se encuentra asociado principalmente a la depreciación que mostró el tipo de cambio durante el periodo de referencia.

II.2. Principales Determinantes de la Inflación

En esta sección se examinan los factores que incidieron, directa e indirectamente, sobre la evolución de la inflación en el trimestre enero-marzo. A tal fin, primero se analiza el entorno internacional, el cual ha estado caracterizado por una recuperación débil de la economía estadounidense y del resto de los países industrializados. Segundo, se revisa la evolución de la demanda y oferta agregadas, así como la del mercado laboral. Tercero, se estudia el comportamiento de la balanza de pagos, de los flujos de capital y del tipo de cambio. Finalmente, se describe la trayectoria del subíndice de los precios administrados y concertados por el

sector público, así como del subíndice de precios de los productos agropecuarios.

II.2.1. Entorno Externo

Durante el primer trimestre de 2003 el entorno externo influyó de manera desfavorable sobre la actividad económica nacional. Aunque ello posiblemente contribuyó a reducir las presiones inflacionarias en México, a través de un menor crecimiento de la demanda agregada, también podría tener un efecto indirecto adverso sobre la inflación. Lo anterior en caso de que eventualmente llegara a incidir negativamente sobre las variables financieras, en particular sobre el tipo de cambio.

Durante el trimestre referido, el ambiente económico global estuvo marcado por la incertidumbre causada por la complicada situación geopolítica que desembocó en la guerra en Irak. La falta de claridad en cuanto a la duración del conflicto, sus costos y sus consecuencias causó volatilidad en los precios internacionales del petróleo y provocó pérdida de confianza de los consumidores e inversionistas de todo el mundo. Lo anterior se reflejó en los mercados financieros y dio lugar a caídas en los índices bursátiles de los países desarrollados.

En los Estados Unidos, el balance general en el primer trimestre de los indicadores de la actividad económica resultó negativo. Por ello, se ha revisado a la baja la expectativa sobre la velocidad con la cual la economía estadounidense pudiera recuperarse en el primer semestre de 2003, así como la relativa al crecimiento del PIB real para todo el año. Por otra parte, los indicadores oportunos para las economías de la zona del euro muestran que la expansión resultó menos vigorosa que la prevista originalmente. Por su parte, la economía japonesa, presentó signos de una recuperación muy endeble.

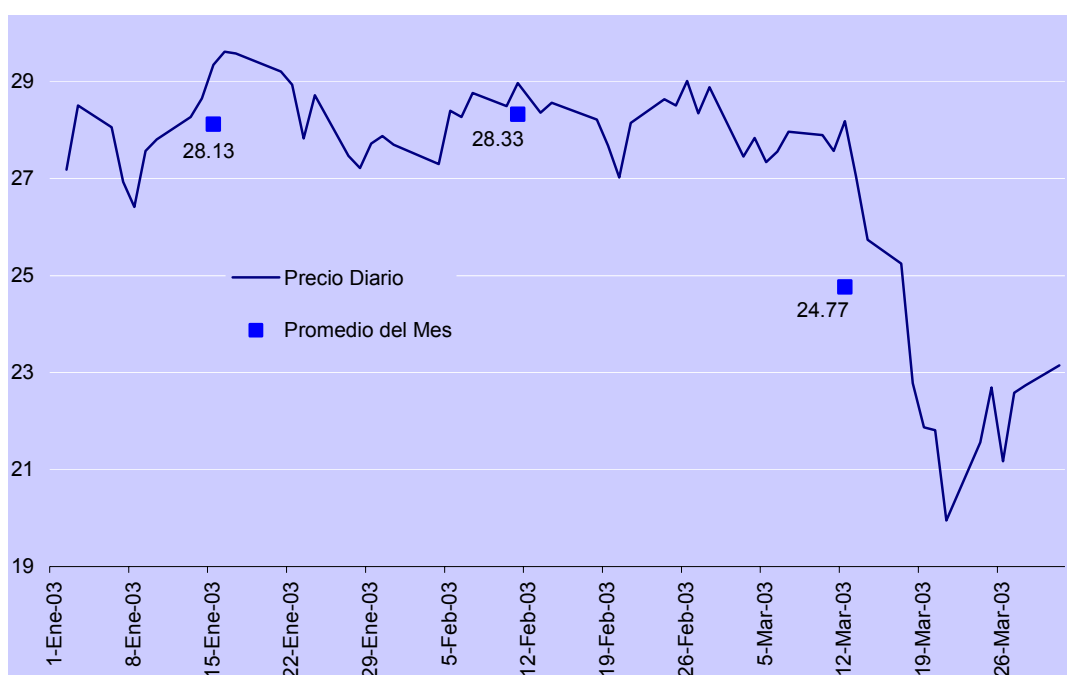
II.2.1.1. Precio del Petróleo

En el primer trimestre de 2003 el precio promedio del crudo WTI se ubicó en 34.32 dólares por barril, 6 dólares por encima de los 28.35 dólares registrados en el cuarto trimestre de 2002. Durante la mayor parte del periodo enero-marzo, la cotización aludida se sostuvo en los niveles que alcanzó a finales de 2002. Si bien a principios de marzo la percepción cada vez más arraigada de un conflicto bélico breve en Irak impulsó a la baja dicho precio, al final de ese mes empezó a repuntar nuevamente.

Ello obedeció a que las expectativas optimistas respecto a la guerra se empezaron a cuestionar.

Durante el trimestre reportado, el precio del barril de la mezcla mexicana de exportación mostró una evolución similar a la de los crudos de referencia. Así, el precio promedio de dicha mezcla se ubicó en el período en 26.99 dólares por barril, nivel que resultó 4.28 dólares mayor que el prevaleciente en el cuarto trimestre de 2002 (Gráfica 5).

Gráfica 5 Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo de Exportación
Dólares por barril



Fuente: Reuters.

El hecho de que el precio del petróleo se mantenga en un nivel elevado tiene varios efectos sobre la economía nacional. Por un lado, el incremento de los ingresos petroleros contribuye a reducir tanto el ajuste procíclico del gasto público como el déficit externo. Por otro, tiene una influencia adversa sobre la posibilidad de recuperación de la economía mundial y del comercio internacional. En consecuencia, el efecto neto sobre la economía mexicana, y especialmente sobre la inflación, es incierto, como se explica de manera más detallada en la sección V de este Informe.

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

Los indicadores oportunos sobre la economía de los Estados Unidos muestran que su desempeño durante el primer trimestre de 2003 resultó poco robusto, a pesar de que las cifras disponibles a principios del año parecían promisorias. En particular, al inicio del trimestre el índice de volumen de la producción industrial y diversos datos de pedidos en el sector industrial generaron la percepción de que la economía comenzaba a repuntar. Sin embargo, a mediados y finales del trimestre las cifras de empleo, las encuestas de opinión de los gerentes de compras en los sectores manufacturero y no manufacturero, así como los índices de confianza de los consumidores reflejaron una situación menos favorable.

La fragilidad de la recuperación, manifestada claramente en los indicadores de la actividad económica del periodo enero-marzo de 2003, se sumó a la confirmación de un crecimiento modesto en el cuarto trimestre de 2002. Así, en los últimos tres meses del año anterior la tasa de incremento trimestral anualizada del PIB real resultó de 1.4 por ciento, lo que significó una reducción muy considerable con relación a la observada en el tercer trimestre (4 por ciento).¹

A pesar del endeble entorno descrito, no hubo un relajamiento adicional de la política monetaria por parte de la Reserva Federal en su reunión del 18 de marzo de 2003. Lo anterior es atribuible a que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto opinó que una parte importante de la debilidad de las cifras que se dieron a conocer en los primeros meses del año obedecía principalmente al incremento del precio del petróleo y a la incertidumbre geopolítica imperante. Por lo anterior, el órgano encargado de tomar las decisiones de política monetaria en los Estados Unidos consideró que las condiciones monetarias y el incremento de la productividad serían impulsos suficientes para la reactivación de la economía, tan pronto se disipara la incertidumbre causada por la guerra.

¹ El componente de la demanda agregada que más contribuyó a la desaceleración del crecimiento en el cuarto trimestre de 2002 fue el consumo privado, el cual aumentó 1.7 por ciento, en comparación con 4.2 por ciento en el trimestre anterior. En contraste, los incrementos del gasto público y de la inversión privada contribuyeron de manera positiva a la expansión del PIB y en mayor grado que en el periodo anterior. La variación del gasto público pasó de 2.9 a 4.9 por ciento entre el tercero y cuarto trimestres de 2002 y la correspondiente a la inversión fija privada de -0.3 a 4.6 por ciento. De esta manera, el crecimiento promedio anual del PIB real de los Estados Unidos en 2002 se ubicó en 2.4 por ciento, que fue significativamente más alto que el de 2001.

Consecuentemente, los pronósticos para el crecimiento anual promedio del PIB real estadounidense en 2003 se redujeron de manera congruente con el desempeño adverso que ha mostrado dicha economía. Los analistas (Consensus Forecasts) han modificado a la baja sus expectativas respecto al crecimiento anual promedio en 2003, de 2.7 por ciento en enero a alrededor de 2.3 por ciento en abril. Esta última cifra es similar a la anticipada por el FMI, de 2.2 por ciento (Cuadro 3). Sin embargo, a finales de abril la expectativa promedio de los analistas (corredurías) sobre la tasa de crecimiento trimestral anualizada del PIB para el periodo enero-marzo siguió siendo de alrededor de 2.2 por ciento.

Cuadro 3

Pronósticos del Crecimiento del PIB de los Estados Unidos

Variación anual en por ciento

	Principios de Enero 2003		Finales de Abril 2003	
	I/2003	2003	I/2003	2003
Consensus Forecasts ^{1/}	n.d.	2.7	n.d.	2.3
Deutsche Bank	2.0	2.8	2.0	2.5
Goldman Sachs	1.5	2.1	2.0	2.2
JP Morgan	3.0	2.8	2.5	2.4

^{1/} Consensus Forecasts del 13 de enero y 7 de abril de 2003. El pronóstico trimestral se refiere a la encuesta realizada en una fecha que no corresponde a la indicada. Por ese motivo no se hace referencia al pronóstico trimestral en este documento.

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

Los países de la zona del euro también han experimentado una recuperación menos robusta que la esperada, con un desempleo ligeramente creciente y una caída en la confianza de los consumidores y de los inversionistas. En 2002 el crecimiento del PIB real en la euro-zona resultó de 0.8 por ciento, cifra que es menor que el potencial de la región. Para 2003 se prevé una recuperación modesta y los pronósticos se sitúan en alrededor de 1.1 por ciento (Cuadro 4).

El desempeño poco vigoroso de la economía alemana es uno de los principales elementos de riesgo que subsisten para la región europea, dada la debilidad que han mostrado los indicadores oportunos de producción, confianza empresarial y ventas. Asimismo, cabe señalar que en Alemania no se espera un impulso fiscal ni monetario en 2003, toda vez que la inflación en la zona del euro cerró 2002 en 2.2 por ciento, ligeramente por arriba del techo de 2 por ciento fijado por el Banco Central Europeo (BCE) y que los acuerdos de convergencia entre los países europeos restringen el margen de maniobra para las autoridades fiscales.

La economía de Japón presenta signos de una recuperación muy raquítica y la deflación no ha podido ser erradicada. En enero, la tasa de desempleo resultó de 5.5 por ciento, nivel que se ha venido registrando desde octubre de 2002. Para 2003 se prevé un crecimiento anual del PIB real de tan sólo 0.8 por ciento.

Para América Latina se anticipa que en 2003 el PIB real alcance un incremento de alrededor de 1.5 por ciento, después de que en 2002 disminuyó 0.1 por ciento. Dichos niveles de crecimiento se encuentran por debajo de los necesarios para colocar a los países de la región en trayectorias fiscales sostenibles. Sin embargo, algunas medidas de consolidación de las finanzas públicas han reducido la probabilidad de enfrentar dificultades en el servicio de la deuda.

Al respecto, resulta importante destacar la evolución reciente de dos países que fueron fuentes de inestabilidad en América Latina durante 2002. En primer lugar, recientemente Brasil ha generado expectativas favorables entre los inversionistas, toda vez que el gobierno ha procurado un manejo conservador de las finanzas públicas. Así, la nueva administración ha logrado un superávit primario mayor que el programado inicialmente, ha promovido reformas estructurales en materia de seguridad social y con relación a la autonomía del banco central. En segundo lugar, ha cumplido holgadamente con los compromisos con el FMI. Lo anterior ha mitigado los riesgos de insolvencia del gobierno brasileño en el corto plazo. Sin embargo, aún subsisten temores respecto a la capacidad de generar recurrentemente un superávit primario elevado y, por ende, sobre la sostenibilidad de la deuda pública. El FMI pronostica un crecimiento real de la economía brasileña en 2003 de 2.8 por ciento y una inflación anual promedio de 14 por ciento.

El segundo caso es el de Argentina, cuya economía parece haber tocado fondo en el último trimestre de 2002. En el lado positivo, puede mencionarse el repunte observado en algunos sectores manufactureros y el considerable superávit comercial que se ha acumulado. Esto último ha coadyuvado a la estabilidad e incluso apreciación de la divisa. En el lado negativo, subsisten serias dudas respecto a la posibilidad de consolidar la recuperación del crecimiento sin contar con acceso a los mercados internacionales de crédito, dado el excesivo nivel de endeudamiento que tiene este país. Adicionalmente, existe el riesgo de un repunte inflacionario por la liberación de los depósitos bancarios previamente congelados. Así, los pronósticos del FMI sobre la expansión real para la economía argentina en 2003 se

sitúan en 3 por ciento, con una inflación anual promedio de 22.3 por ciento (Cuadro 4).

Cuadro 4

Pronósticos del Fondo Monetario Internacional (FMI) Relativos al Crecimiento del Producto Interno Bruto

Variación anual en por ciento

	2001	2002	2003 ^{e/}	2004 ^{e/}
Mundo	2.3	3.0	3.2	4.1
Economías Avanzadas	0.9	1.8	1.9	2.9
Estados Unidos	0.3	2.4	2.2	3.6
Japón	0.4	0.3	0.8	1.0
Alemania	0.6	0.2	0.5	1.9
Francia	1.8	1.2	1.2	2.4
Italia	1.8	0.4	1.1	2.3
Reino Unido	2.0	1.6	2.0	2.5
Canadá	1.5	3.4	2.8	3.2
Otros países	1.6	2.7	2.5	3.2
Zona del Euro	1.4	0.8	1.1	2.3
ERI ^{1/} de Asia	0.8	4.6	4.1	4.5
Latinoamérica	0.6	-0.1	1.5	4.2
Argentina	-4.4	-11.0	3.0	4.5
Brasil	1.4	1.5	2.8	3.5
Chile	2.8	2.0	3.1	4.8
México	-0.3	0.9	2.3	3.7
Uruguay	-3.1	-10.8	-2.0	4.5
Venezuela	2.8	-8.9	-17.0	13.4

Fuente: World Economic Outlook, 9 de abril 2003, FMI.

e/ Estimado

1/ Economías de Reciente Industrialización

Los flujos de capital hacia América Latina registraron una severa contracción durante 2002. No obstante, México se mantuvo como un destino atractivo para el capital externo (ver Sección II.2.4.). Para 2003, se anticipa un reestablecimiento de los flujos de capital dirigidos hacia la región. En particular, se espera que Latinoamérica reciba un mayor volumen de capital privado y que continúe reduciéndose el proveniente de fuentes oficiales (Cuadro 5).

Cuadro 5

Flujos de Capital: Economías Emergentes

Miles de millones de dólares

	2001	2002	2003 ^{e/}
Total ^{1/}	77.6	111.7	88.4
Africa	7.6	7.6	11.3
Asia ^{2/}	9.4	59.3	12.7
Medio Oriente y Turquía ^{3/}	-32.1	-12.8	-2.3
Países en Transición	34.2	37.0	32.2
América Latina	58.5	20.6	34.5
Flujos Netos de Capital Privado ^{4/}	34.8	2.2	27.5
Inversión Extranjera Directa Neta	65.9	38.5	36.0
Inversión en Cartera Neta	2.8	-6.5	6.4
Otros Flujos Privados Netos	-33.9	-29.8	-14.9
Flujos Oficiales Netos	23.7	18.4	7.0

Fuente: Fondo Monetario Internacional, (2003), World Economic Outlook, abril.

e/ Estimación.

1/ Incluye la inversión extranjera directa neta, la inversión en cartera (neta) y otros flujos de corto y largo plazo, incluyendo préstamos privados y oficiales.

2/ No incluye a Hong Kong.

3/ Incluye también a Israel y Malta.

4/ Debido a las limitaciones de los datos, el renglón Otros Flujos Privados Netos puede incluir algunos flujos oficiales.

II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo

Durante el primer trimestre de 2003 el mercado laboral continuó mostrando signos de estancamiento. Al respecto, la tasa de desempleo permaneció en niveles similares a los observados en el trimestre anterior y el empleo formal se contrajo. No obstante, en enero el crecimiento de las remuneraciones reales a tasa anual repuntó en todos los sectores, debido al efecto estadístico que generó la contracción de éstas en igual periodo del año previo. Por otra parte, el aumento de los salarios contractuales se mantuvo en niveles superiores a la inflación esperada. Así, en el actual contexto de crecimiento económico lento, el Banco de México reitera la conveniencia de que los incrementos salariales continúen moderándose a fin de propiciar una recuperación del empleo.

II.2.2.1. Remuneraciones

En enero de 2003 tanto las remuneraciones² nominales como las reales mostraron en todos los sectores variaciones anuales significativamente mayores que las registradas en el último trimestre de 2002 (Cuadro 6).

² Las remuneraciones incluyen los ingresos totales de los trabajadores de la industria manufacturera, de la industria maquiladora y del sector comercio en el mes de referencia. Así, son un indicador del nivel actual de las percepciones de los trabajadores mientras que las revisiones de los salarios contractuales son un indicador del nivel futuro.

Cuadro 6 Remuneraciones por Trabajador
Variación anual en por ciento

	Nominal								Real									
	2002				2003				Promedio Ene-Dic 2002	2002				2003				Promedio Ene-Dic 2002
	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Jul		Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene			
Industria Manufacturera	6.0	5.7	5.6	7.7	3.1	4.7	6.2	6.6	0.4	0.4	0.6	2.7	-2.2	-1.0	1.0	1.5		
Industria Maquiladora	10.5	8.9	9.0	7.8	6.1	6.0	6.8	9.4	4.7	3.5	3.8	2.7	0.7	0.3	1.5	4.2		
Sector Comercio	8.8	8.2	7.1	11.7	11.0	8.8	12.8	8.7	3.1	2.7	2.0	6.5	5.3	2.9	7.3	3.5		

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

La productividad registró en enero una variación anual negativa en el sector comercio, pero continuó siendo positiva en la industria manufacturera y en la industria maquiladora. Por otra parte, los costos unitarios de la mano de obra mostraron variaciones anuales positivas en la industria maquiladora y en el sector comercio, y negativas en la industria manufacturera. Por tanto, en enero el aumento de la productividad fue suficiente para compensar el incremento de las remuneraciones reales únicamente en la industria manufacturera (Cuadro 7).

Cuadro 7 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									
	2002				2003				Promedio Ene-Dic 2002	2002				2003				Promedio Ene-Dic 2002
	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Jul		Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene			
Industria Manufacturera	7.0	4.6	3.8	5.0	3.0	5.4	2.5	5.4	-6.1	-4.0	-3.1	-2.2	-5.0	-6.0	-1.5	-3.6		
Industria Maquiladora	5.7	-1.1	1.2	4.2	-0.9	1.6	1.3	1.4	-0.9	4.7	2.5	-1.4	1.6	-1.3	0.2	2.8		
Sector Comercio	0.0	-2.6	-3.6	-1.4	-3.1	-2.0	-0.3	-2.3	3.1	5.4	5.9	8.0	8.7	5.0	7.5	6.0		

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

Con relación a lo anterior, conviene advertir que un crecimiento relativamente elevado de las remuneraciones reales y de los costos unitarios de la mano de obra resulta incongruente con la actual situación de holgura que caracteriza al mercado laboral. En consecuencia, es importante que el incremento de las remuneraciones reales sea acorde con los aumentos sostenibles de la productividad, a fin de propiciar con ello la creación de un mayor número de empleos y la convergencia de la inflación general hacia la meta.

II.2.2.2. Salarios Contractuales

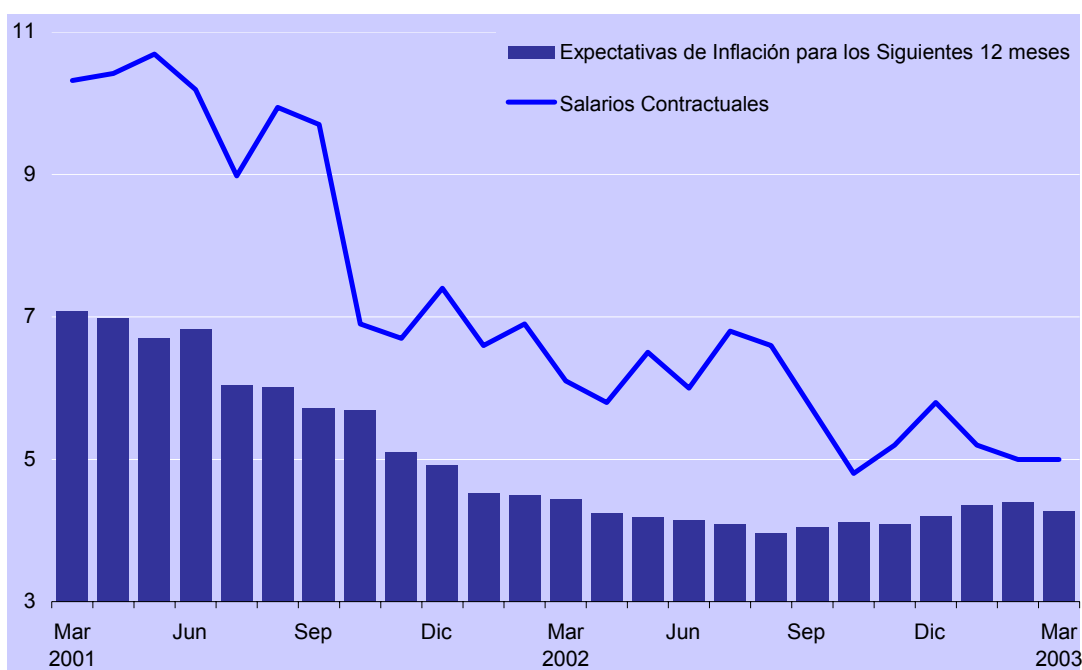
El aumento promedio de los salarios nominales contractuales resultó en el primer trimestre de 2003 de 5.1 por ciento. Con ello, dichas revisiones resultaron menos pronunciadas que las registradas en el trimestre anterior. Sin embargo, aún son elevadas, a la luz del estado actual de lasitud del mercado laboral y de la evolución previsible de la productividad.

La brecha promedio entre los incrementos de los salarios contractuales y la inflación esperada para los siguientes doce meses se situó durante el periodo de referencia en 0.69 por ciento. Cabe mencionar que este diferencial es más estrecho que el observado durante el trimestre previo, que se ubicó en 0.77 por ciento (Gráfica 6).

Gráfica 6

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.

Durante el primer trimestre de 2003 los salarios contractuales presentaron incrementos nominales similares en la industria manufacturera y en otros sectores de actividad, pues la diferencia promedio resultó de tan sólo 0.4 puntos porcentuales. No obstante, los salarios contractuales en las empresas privadas

mostraron alzas nominales significativamente superiores a las observadas en las empresas públicas, ya que la diferencia promedio fue de 0.9 puntos porcentuales (Cuadro 8).

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

	2002						2003			
	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Ene-Mar
Total	6.8	6.6	5.7	4.8	5.2	5.8	5.2	5.0	5.0	5.1
Manufacturas	7.1	6.8	5.7	6.1	5.0	5.9	5.4	5.0	5.5	5.3
Otros Sectores	6.5	6.5	6.2	4.6	5.3	5.7	5.1	4.9	4.6	4.9
Empresas Públicas	6.4	5.5	5.5	4.5	4.3	7.0	4.3	4.3	4.3	4.3
Empresas Privadas	6.8	6.6	6.3	5.8	5.4	5.8	5.4	5.0	5.3	5.2

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

II.2.2.3. Empleo

Los distintos indicadores de empleo continuaron mostrando signos de debilidad durante el trimestre enero-marzo de 2003. Así, al término de marzo el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) disminuyó en 18,283 respecto al nivel observado al cierre de 2002 (Gráfica 7a). Esta reducción fue menos pronunciada que la registrada en igual periodo del año 2002 (34,269 empleos). Así, en el trimestre aludido la serie desestacionalizada de este indicador tuvo un modesto aumento de 1,429 empleos.

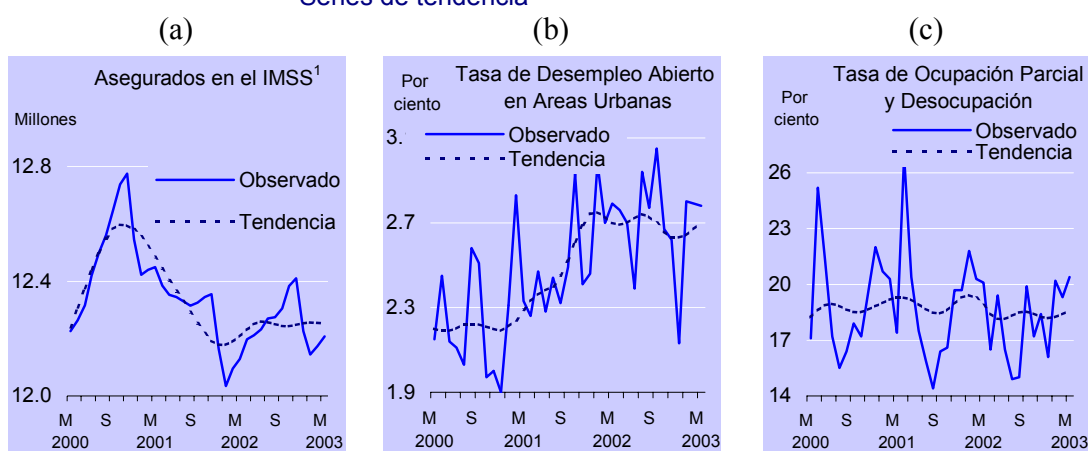
Al cierre de marzo la variación anual del número de trabajadores asegurados fue de 77,931 personas, cifra menor que la registrada en enero (109,987 trabajadores). La variación anual en marzo del número de puestos de trabajo en el sector formal se concentró en trabajadores eventuales urbanos, el cual se acrecentó en 72,369 personas. Por otra parte, el de permanentes sólo aumentó en 5,563 personas, pero únicamente en la industria de la construcción.

En el primer trimestre de 2003 los principales indicadores de desempleo fueron similares a los que se observaron en el trimestre anterior. Así, la tasa de desempleo abierto se ubicó en promedio en 2.8 por ciento, mientras que en los últimos tres meses de 2002 fue de 2.5 por ciento (Gráfica 7b). La tasa de ocupación parcial y desocupación resultó en promedio durante el primer trimestre de 2003 de 20 por ciento, superior a la del trimestre anterior, cuando fue de 17.2 por ciento (Gráfica 7c). En ambos casos las tasas de desempleo incluyen un importante efecto

estacional, y las series de tendencia muestran que los niveles de desempleo fueron comparables a los del trimestre precedente. La falta de creación de empleos puede atribuirse a la debilidad de la economía y a lo elevado de las revisiones salariales, aún cuando se han moderado. Cabe señalar, en particular, como lo muestra la experiencia internacional, que el avance en las reformas estructurales es un elemento muy importante para lograr la reactivación de la ocupación (Recuadro 1).

Gráfica 7 **Indicadores de Empleo y Desempleo**

Series de tendencia



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

II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

El desempeño de la oferta y demanda agregadas durante el cuarto trimestre de 2002 fue desfavorable. En términos generales se advirtió que la recuperación de la economía mexicana perdió vigor y ello se reflejó en una tasa de crecimiento real anual moderada.

La modesta expansión en el último trimestre del año pasado puede atribuirse a tres factores: el efecto recesivo causado por la disminución del crecimiento de la producción industrial de los Estados Unidos, la desaceleración del consumo privado y la caída de la inversión privada. Estos elementos se vieron contrarrestados sólo parcialmente por el incremento de la inversión pública y de la variación de existencias³.

³ Las contribuciones a la variación anual del PIB real en el cuarto trimestre fueron: Consumo Privado, 0.8 por ciento; Consumo Público, -0.2 por ciento; Formación Bruta de Capital del Sector Privado, -0.8 por ciento; Formación Bruta de Capital del Sector Público, 0.8 por ciento; Variación de Existencias, 1 por ciento; Exportaciones, 1.2 por ciento; e Importaciones, -0.9 por ciento.

Recuadro 1

China: Transformación Económica y Competitividad

En la última década, China se ha convertido en una potencia exportadora y en un importante polo de atracción para la inversión extranjera directa (IED). Sin embargo, su transformación en una economía más abierta, no es un fenómeno reciente.

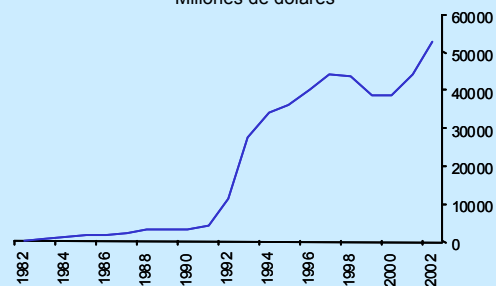
En 1979 China adoptó la “Política de Reforma y Puertas Abiertas”, por medio de la cual se enfatizó el papel del sector externo en el desarrollo económico nacional. Como primer paso, se establecieron zonas económicas especiales y parques industriales. La IED fue incentivada a instalarse en esas zonas mediante tasas impositivas bajas, construcción de infraestructura y regulaciones más flexibles que en el resto del país.

Con la incorporación al GATT en 1986, China impulsó una apertura más agresiva. Ello, a través de un programa ambicioso de estímulos, en particular para las empresas extranjeras orientadas a la exportación, vinculadas a la producción de *software* o que difundieran el avance tecnológico. El principal incentivo para atraer IED fue el ofrecimiento de tasas reducidas del impuesto sobre la renta.

Como resultado de dichas políticas, a partir de 1992 China comenzó a recibir flujos crecientes de IED. Así, de 1997 a la fecha, la inversión ha resultado, en promedio, de 43 miles de millones de dólares anuales, casi la cuarta parte de los flujos destinados a los países en desarrollo. Las exportaciones chinas, por otra parte, han experimentado una continua expansión como por ciento de las exportaciones mundiales. A raíz de la incorporación de China a la Organización Mundial de Comercio (OMC), a pesar de la desaceleración económica mundial, tanto la IED como su intercambio comercial con el exterior registraron un aumento sustancial.

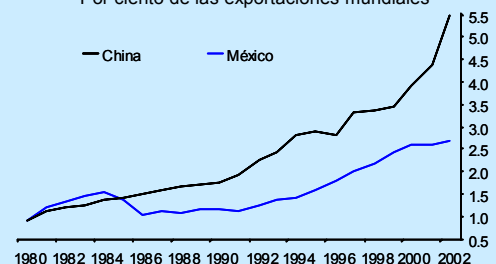
La promoción del sector externo y de la formación de capital, esta última sustentada en la inversión de las empresas públicas, explican en buena medida que en los últimos cinco años China haya conseguido un incremento promedio del PNB real de 8% anual. Además, durante la década pasada fue el país que logró el mayor crecimiento del PNB por habitante. Estos resultados son más sorprendentes a la luz del grado de ineficiencia que todavía existe en la economía china, asociado a las regulaciones excesivas, a la poca profundidad del sistema financiero y a la elevada cartera vencida de los bancos propiedad del Estado.

Gráfica 1
Inversión Extranjera Directa
Millones de dólares



Fuente: International Financial Statistics, IMF; National Bureau of Statistics, República Popular de China.

Gráfica 2
Exportaciones
Por ciento de las exportaciones mundiales



Fuente: World Bank; National Bureau of Statistics, República Popular de China.

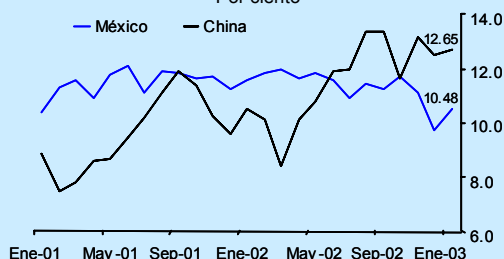
La incorporación de China a la OMC implicará, entre otros cambios, una reducción del arancel promedio (de 14.8% a 5.9% en bienes industriales y de 18.9% a 3.9% en bienes agrícolas) a partir de 2005, la eliminación de los requisitos de ubicación geográfica y de desempeño para la IED, así como menos restricciones a dicha inversión en sectores como el de telecomunicaciones y el financiero.

El FMI estima que la incorporación de China a la OMC impulsará el crecimiento del PNB real entre seis y ocho décimas de punto porcentual adicionales por año. Ello podría duplicarse una vez que sean eliminadas las cuotas aplicadas a China en el Acuerdo Textil y del Vestido, punto acerca de cual varios países tienen salvaguardas hasta 2008. Asimismo, la UNCTAD prevé que los flujos de IED a China resultarán de 60 miles de millones de dólares en 2005 y que, inclusive, podrían alcanzar 100 miles de millones si tienen lugar las fusiones y adquisiciones previstas relacionadas con las empresas propiedad del Estado. Una cifra similar es reportada por la OCDE, la cual pronostica que la

IED hacia China podría expandirse 10% por año durante la siguiente década, para sumar cerca de 100 miles de millones de dólares en 2010.^{1/}

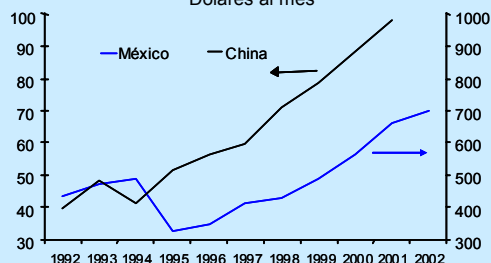
En cuanto a México, a pesar de las ventajas de acceso al mercado de los Estados Unidos derivadas del TLCAN, la participación de las ventas mexicanas en las importaciones totales de ese país disminuyó en la segunda mitad de 2002. En contraste, la participación de las de China se incrementó, desplazando a México como segundo proveedor de los Estados Unidos. El rápido crecimiento de las exportaciones chinas puede obedecer a la ventaja comparativa que se deriva de la diferencia salarial respecto a México. Sin embargo, existen también otros factores, tal vez más relevantes, que influyen en favor de las exportaciones de China.

Gráfica 3
Participación en las Importaciones Totales de los Estados Unidos
Por ciento



Fuente: U.S. Department of Commerce, Census Bureau.

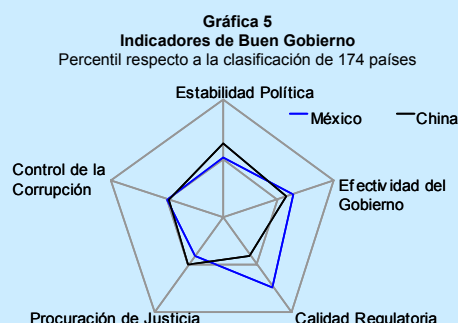
Gráfica 4
Salarios en el Sector Manufacturero
Dólares al mes



En el caso de México se refiere al sector maquilador.
Fuente: OIT y Banco de México.

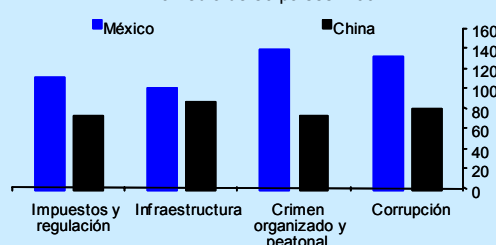
Por ejemplo, de acuerdo al análisis de los indicadores de “buen gobierno” estimados por Kauffman, Kraay y Zoido-Lobaton, China supera a

México en los relativos a estabilidad política, control de la corrupción y procuración de justicia.^{2/}



Asimismo, según el World Business Environment Survey del Banco Mundial, China ofrece un entorno más favorable que México en materia de restricciones generales a la inversión. Los rubros evaluados para este concepto son los de impuestos, regulación, infraestructura, crimen organizado y peatonal, y corrupción. En cuanto a infraestructura, la encuesta del Banco Mundial revela que China provee mejores servicios que México en caminos, teléfonos y electricidad.

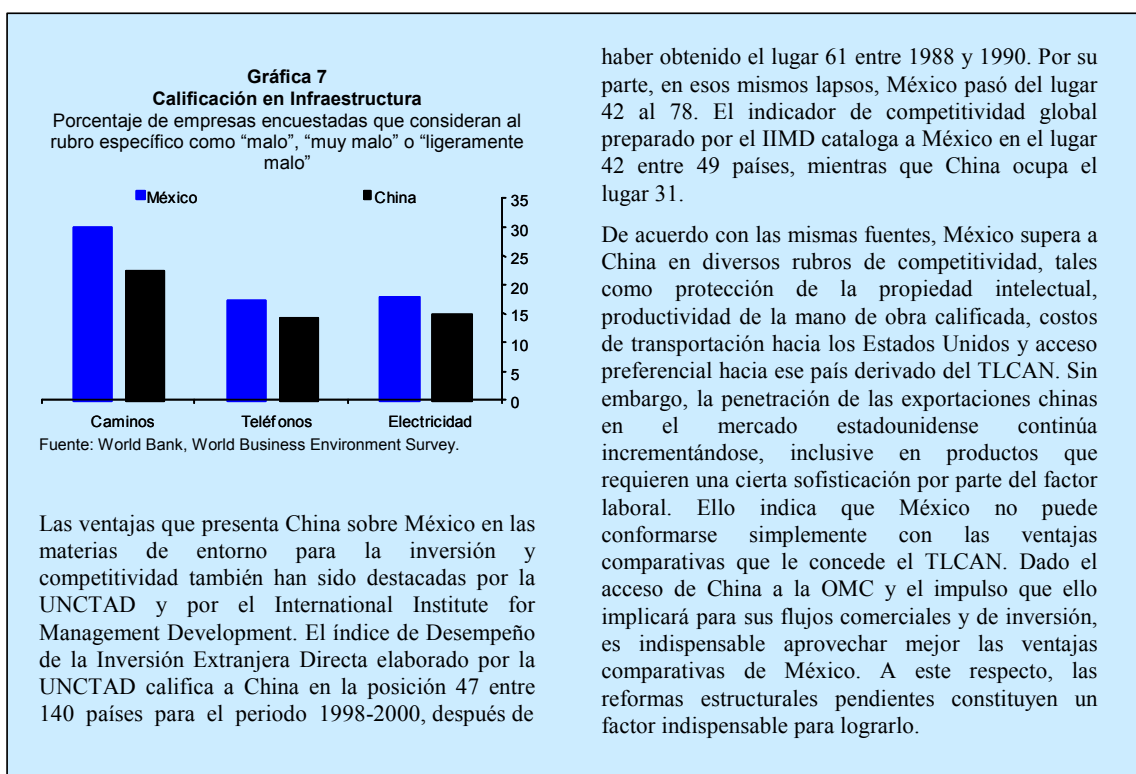
Gráfica 6
Calificación en cuanto a Restricciones Generales a la Inversión
Promedio de 80 países=100



Fuente: World Bank, World Business Environment Survey. Una calificación más elevada implica mayores restricciones a la inversión.

2 Kauffman, D., A. Kraay y P. Zoido-Lobaton (1999): “Governance Matters”. World Bank Policy Research Working Papers. Los puntos del pentágono exterior representan al país (o países) que, entre los 174 considerados, tuvo los mejores resultados. El pentágono interno representa a la mediana.

1 FMI, SM/00/150, Julio; UNCTAD (2000): *World Investment Report*; OCDE (2002): *China in the World Economy*, capítulo 10 y anexo 2.



haber obtenido el lugar 61 entre 1988 y 1990. Por su parte, en esos mismos lapsos, México pasó del lugar 42 al 78. El indicador de competitividad global preparado por el IIMD cataloga a México en el lugar 42 entre 49 países, mientras que China ocupa el lugar 31.

De acuerdo con las mismas fuentes, México supera a China en diversos rubros de competitividad, tales como protección de la propiedad intelectual, productividad de la mano de obra calificada, costos de transportación hacia los Estados Unidos y acceso preferencial hacia ese país derivado del TLCAN. Sin embargo, la penetración de las exportaciones chinas en el mercado estadounidense continúa incrementándose, inclusive en productos que requieren una cierta sofisticación por parte del factor laboral. Ello indica que México no puede conformarse simplemente con las ventajas comparativas que le concede el TLCAN. Dado el acceso de China a la OMC y el impulso que ello implicará para sus flujos comerciales y de inversión, es indispensable aprovechar mejor las ventajas comparativas de México. A este respecto, las reformas estructurales pendientes constituyen un factor indispensable para lograrlo.

El examen de la evolución de los componentes de la oferta y de la demanda agregadas, con base en la variación trimestral de los datos desestacionalizados, indica que durante el cuarto trimestre de 2002 prosiguió la desaceleración de la actividad económica. Así, la tasa de crecimiento trimestral de la oferta y de la demanda agregadas pasó del tercero al cuarto trimestres de 0.5 a 0.2 por ciento. Por el lado de la demanda agregada, se observaron ligeras mejorías en las variaciones trimestrales del consumo y la inversión total, sustentadas fundamentalmente en los gastos realizados por el sector público. En contraste, el consumo privado experimentó en el periodo una variación trimestral ligeramente negativa y la inversión privada registró su caída más importante desde el primer trimestre de 2001. Por otra parte, las exportaciones registraron un decremento en comparación con su nivel del trimestre anterior, mientras que las importaciones mostraron un aumento modesto. Por todo lo anterior, el PIB real presentó un crecimiento nulo durante el cuarto trimestre, después de haber alcanzado en el trimestre anterior una variación trimestral de 0.8 por ciento (Cuadro 9).

Cuadro 9 Demanda y Oferta Agregadas en 2001 y 2002

	Variación Real Anual en Por Ciento						Variación Real Trimestral en Por Ciento (Series Desestacionalizadas)				
	2001		2002				2001		2002		
	IV	I	II	III	IV	Anual	IV	I	II	III	IV
Oferta Agregada	-2.8	-2.8	2.4	2.6	2.1	1.1	0.7	-0.3	2.0	0.5	0.2
PIB	-1.5	-2.2	2.0	1.8	1.9	0.9	-0.1	0.0	1.2	0.8	0.0
Importaciones	-6.1	-4.5	3.5	4.8	2.5	1.6	3.1	-0.9	4.0	-0.2	0.7
Demanda Agregada	-2.8	-2.8	2.4	2.6	2.1	1.1	0.7	-0.3	2.0	0.5	0.2
Consumo Total	1.4	-1.5	2.5	1.7	0.8	0.9	0.3	-0.4	1.6	-0.1	0.1
Privado	1.0	-1.6	3.1	2.0	1.2	1.2	0.4	-0.2	1.8	-0.1	-0.2
Público	4.0	-1.1	-1.7	-0.8	-1.3	-1.3	-0.8	-1.2	0.3	0.4	1.9
Inversión Total	-9.1	-6.9	2.8	-0.8	0.0	-1.3	0.4	0.1	1.9	-2.2	-1.5
Privada	-11.9	-5.9	1.3	-1.5	-5.2	-2.8	-0.5	-0.6	0.1	1.1	-5.8
Pública	2.7	-13.2	13.8	3.6	18.6	7.3	5.3	4.3	11.7	-18.7	24.8
Exportaciones	-9.2	-6.7	3.1	6.0	3.4	1.4	1.4	0.6	2.9	1.2	-2.6

Fuente: Banco de México e INEGI.

En el cuarto trimestre de 2002 la oferta y la demanda agregadas registraron un incremento en términos reales de 2.1 por ciento a tasa anual. Con este resultado, en 2002 mostraron un crecimiento anual promedio de 1.1 por ciento. Por otra parte, el aumento del PIB real a tasa anual de 1.9 por ciento en el cuarto trimestre de 2002 fue sólo ligeramente mayor que el observado en el tercero (1.8 por ciento).

Por el lado de la producción, en el cuarto trimestre de 2002 el sector agropecuario, silvicultura y pesca, experimentó una contracción de 4.5 por ciento, mientras que los sectores industrial y de servicios tuvieron aumentos respectivos de 0.9 y 3.1 por ciento. Las tasas de incremento anual del PIB industrial y de servicios en el cuarto trimestre resultaron mayores que las del tercero y se sustentaron en variaciones positivas en todos sus componentes.

La desaceleración del crecimiento del consumo privado a tasa anual ocurrió a pesar de la recuperación observada en el crecimiento del gasto en bienes durables (vehículos automotores, muebles de madera, y radios y televisores, entre otros) con respecto a su nivel del trimestre anterior⁴. Cabe señalar que este último patrón coincide con el aumento real que registró durante los últimos meses del año el financiamiento para el consumo de bienes durables otorgado por la banca comercial al sector privado, el cual fue impulsado por la reducción en las tasas de interés nominales que ha sido propiciada por la menor inflación.

⁴ El aumento del consumo en bienes duraderos de 5.2 por ciento a tasa anual fue superior al de 3.1 por ciento observado en el tercer trimestre. En contraste, el incremento de 1 por ciento anual en la adquisición de bienes no durables y de servicios en el cuarto trimestre resultó inferior al de 2.1 por ciento registrado en el trimestre anterior.

En el cuarto trimestre de 2002, a tasa anual, la inversión total mostró un virtual estancamiento, debido a que la caída de la inversión privada se compensó con el incremento de la inversión pública. Así, la inversión destacó como el rubro que más afectó al crecimiento de la demanda agregada y del PIB durante 2002.

La información relativa a la evolución de la actividad económica en el primer trimestre de 2003, disponible a la fecha de publicación de este Informe, sugiere que la producción tuvo en general un ritmo de crecimiento moderado:

- (a) En febrero el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) mostró un incremento de 2 por ciento a tasa anual, similar al observado en enero (2.1 por ciento), y una variación mensual de -0.2 por ciento con cifras desestacionalizadas;
- (b) En el primer bimestre del año en curso la producción industrial se incrementó 0.8 por ciento a tasa anual, como reflejo de aumentos de la construcción y la electricidad de 4.3 y 2.5 por ciento, mientras que la minería y las manufacturas se mantuvieron prácticamente sin cambio;
- (c) La debilidad de los flujos de comercio internacional durante el primer trimestre de 2003 (ver Sección II.2.4.) indica que en ese periodo se atenuaron tanto la producción como el gasto agregado internos;
- (d) El estancamiento del empleo durante los primeros meses del año es congruente con una actividad económica débil (ver Sección II.2.2.); y
- (e) En febrero de 2003 el Indicador Cíclico Adelantado que calcula el Banco de México registró un incremento mensual de 1.9 por ciento, la segunda variación mensual seguida con signo positivo. En ese mismo mes el índice elaborado por el Conference Board aumentó 0.2 por ciento, siendo esta la cuarta variación positiva consecutiva. Por otra parte, el índice del INEGI, correspondiente a enero, presentó un incremento mensual de 0.4 por ciento, luego de haber disminuido en el mes previo. La evolución de estos indicadores sugiere que en los próximos meses la actividad económica presentará variaciones positivas, pero moderadas.

En cuanto a los componentes de la demanda interna, los indicadores disponibles sugieren que en el primer trimestre evolucionaron con poco vigor. La excepción fueron las ventas al

menudeo, que en el primer bimestre de 2003 registraron un incremento de 3.8 por ciento a tasa anual y de 0.7 por ciento a tasa mensual en febrero con datos desestacionalizados. Destaca lo siguiente:

- (a) Las ventas al menudeo de vehículos mostraron variaciones anuales de -7, 1.3 y 2.2 por ciento en enero, febrero y marzo, respectivamente;
- (b) En febrero se moderó el crecimiento del crédito vigente otorgado por la banca comercial al sector privado (ver Sección II.2.3.); y
- (c) La encuesta mensual de coyuntura de las empresas manufactureras indica una marcada debilidad de los pedidos provenientes de los mercados interno y externo durante el primer bimestre, aunque este resultado se suavizó para ambos conceptos en marzo.

Debido a la modesta mejoría de los indicadores de la producción industrial, a la caída en el intercambio de bienes y servicios provocada por el entorno externo adverso, y a una expansión poco vigorosa del consumo y de la inversión del sector privado, se estima que en el primer trimestre del año el crecimiento anual del PIB real haya sido de 2.6 por ciento. Por ello, es poco probable que la evolución de la demanda agregada fuese en dicho trimestre una fuente de presiones inflacionarias.

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

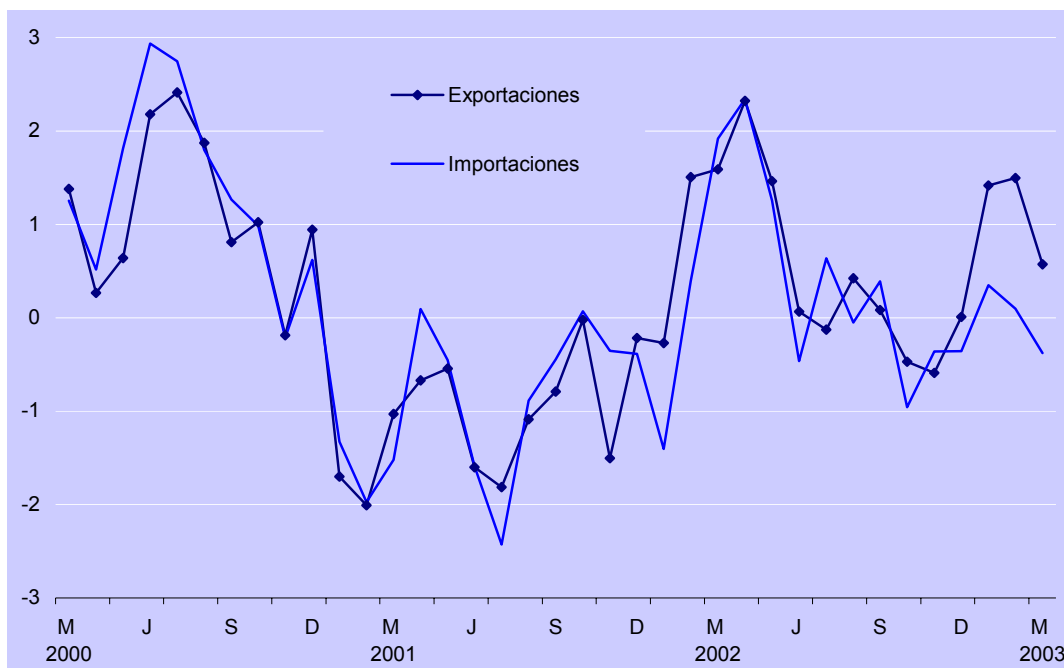
En el primer trimestre de 2003 el intercambio comercial de México reflejó tanto la debilidad de la actividad económica en los Estados Unidos como la desaceleración de la producción interna. Aun cuando la tasa de crecimiento anual de las exportaciones totales pasó de 5.6 por ciento en el último trimestre de 2002 a 7.5 por ciento en el primero de 2003, la evolución de las exportaciones no petroleras fue endeble. Estas últimas registraron en el trimestre de referencia un incremento anual de 1.6 por ciento, tasa inferior a la de 2.4 por ciento observada en el último trimestre de 2002.

La tasa de crecimiento anual de las importaciones pasó de 3.3 por ciento en el cuarto trimestre del año anterior a 3.9 por ciento en enero-marzo de 2003. Esta cifra fue influida al alza por un aumento de las importaciones de bienes de consumo, ya que las

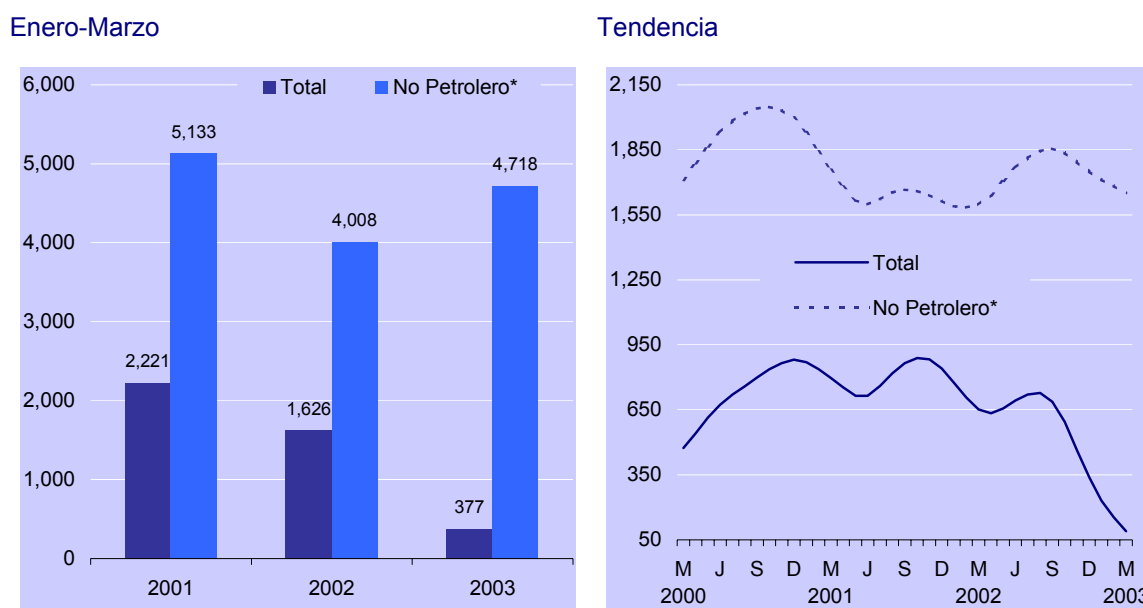
de bienes de capital tuvieron una contracción anual importante. Así, en el trimestre reportado se atenuó la correlación que han exhibido en los últimos años las importaciones y las exportaciones (Gráfica 8).

En el primer trimestre del presente año se registró un déficit comercial de 377 millones de dólares. Dicho resultado fue reflejo de un valor elevado de las exportaciones petroleras, el cual se derivó a su vez de los altos precios del crudo que han prevalecido en los mercados internacionales. Por otra parte, en el primer trimestre el déficit comercial no petrolero sumó 4,718 millones de dólares, cifra superior a la observada en el mismo periodo del año pasado (Gráfica 9).

Gráfica 8 **Exportaciones e Importaciones: Series Desestacionalizadas**
Variación mensual en por ciento (promedio móvil de 3 meses)



Gráfica 9 **Déficit de la Balanza Comercial, Total y No Petrolero**
Millones de dólares



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

La lenta recuperación de las importaciones de mercancías en comparación con la mostrada por las exportaciones totales contribuyó a moderar el déficit de la cuenta corriente, que se estima haya sido de alrededor de 2,000 millones de dólares en el primer trimestre de 2003.

Respecto a lo ocurrido en el ámbito de la cuenta de capital, cabe destacar que en el primer trimestre de 2003 el Gobierno Federal emitió dos bonos globales en los mercados internacionales con el fin de amortizar pasivos que se contrataron en condiciones menos favorables. El primero de éstos fue por 2,000 millones de dólares y el segundo por 1,000 millones. Este último se colocó con Cláusulas de Acción Colectiva (CAC), las cuales incorporan un mecanismo que facilitaría la renegociación de la deuda en el caso de que fuese necesaria. Al respecto, es de destacarse que la inclusión de las CAC en un bono global mexicano no conllevó un costo adicional, debido a la favorable percepción que se tiene en los mercados con respecto al riesgo país de México.

Con base en la información disponible hasta la fecha de publicación del presente Informe, se estima que el superávit de la cuenta de capitales en el primer trimestre de 2003 (incluyendo errores y omisiones) haya resultado de alrededor de 6,000 millones de dólares.

Durante el primer trimestre del año, las condiciones de acceso al financiamiento externo para México y otros países de Latinoamérica mostraron una mejoría, con la excepción de Argentina, Uruguay y Venezuela. En el caso de los últimos dos, sus indicadores del riesgo país se deterioraron y sus calificaciones soberanas fueron rebajadas por las principales agencias calificadoras (Cuadro 10). El buen desempeño del resto de los mercados de deuda soberana latinoamericana se debe en parte a la prudencia con que se han conducido las políticas fiscales y monetarias, y al hecho de que los inversionistas han buscado mejores rendimientos que los ofrecidos en los países desarrollados. Ello, a pesar de la inestabilidad que caracterizó en el periodo a la evolución de los mercados financieros y accionarios internacionales a causa de la situación geopolítica y del conflicto bélico en Irak. No obstante, la continuación de la tendencia favorable en este mercado está sujeta a que se reactive la economía mundial, ya que de otra forma podría ocurrir de nueva cuenta una reducción en la disponibilidad de recursos externos para los países de la región.

Cuadro 10 **Indicadores del Riesgo País para América Latina (EMBI Global)**
Puntos base

	2001				2002				2003
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
América Latina	757	787	1,069	888	688	1,034	1,316	981	810
Argentina	967	1,050	1,615	5,363	5,030	7,078	6,475	6,342	6,096
Brasil	805	844	1,163	864	716	1,560	2,412	1,460	1,050
Chile	189	169	220	175	120	209	218	176	156
Colombia	645	528	615	508	511	592	1,066	633	595
Ecuador	1,366	1,303	1,516	1,233	1,037	1,262	1,975	1,801	1,372
México	408	307	427	306	249	323	435	329	289
Panamá	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	347	466	561	446	399
Perú	650	632	669	521	409	628	880	609	477
Rep. Dominicana	n.d.	n.d.	n.d.	446	313	383	521	499	527
Uruguay	n.d.	251	299	284	525	869	1,643	1,228	1,344
Venezuela	877	847	997	1,130	898	1,113	1,166	1,131	1,406

Fuente: JP Morgan. Índice para el cierre del trimestre.

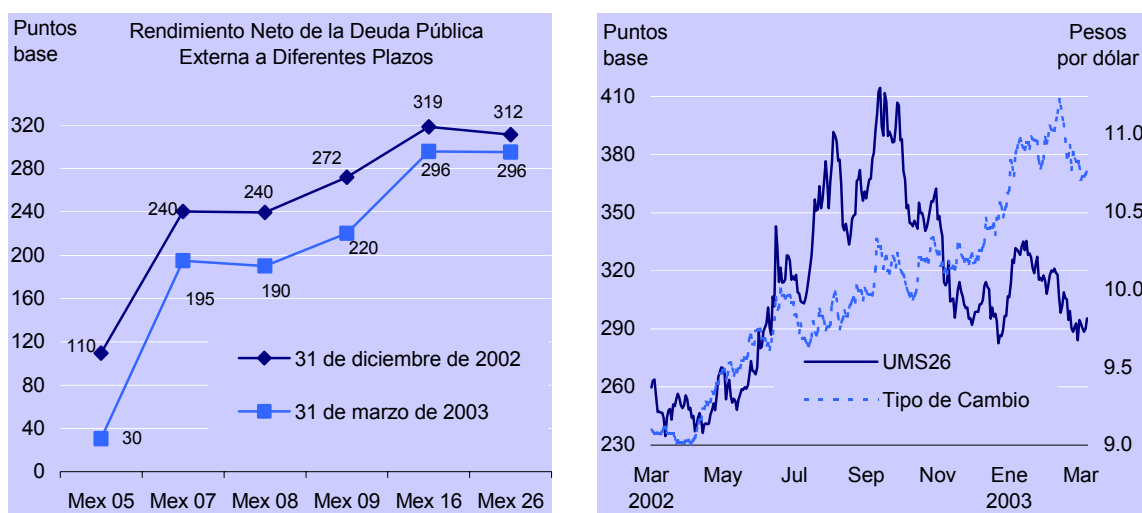
La deuda mexicana tuvo, al igual que la de otros países de América Latina, un comportamiento favorable. Lo anterior se explica por la disciplina con la que se han conducido las finanzas públicas, por el compromiso de no incrementar el endeudamiento externo y por las acciones de política monetaria de índole preventiva. A mediados de marzo la agencia calificadora Moody's mejoró la perspectiva de la calificación soberana de México, de estable a positiva.

A pesar de lo señalado, a lo largo del primer trimestre la moneda nacional se depreció frente al dólar. Así, mientras que el rendimiento de los bonos UMS26 mostró una modesta reducción de 16 puntos base con respecto al cierre de 2002, la moneda nacional se depreció en igual lapso 3.5 por ciento frente al dólar (Gráfica 10).

Gráfica 10 Indicadores del Riesgo País para México y Tipo de Cambio

Puntos Base

Puntos base y pesos por dólar



Fuente: Bloomberg y Banco de México.

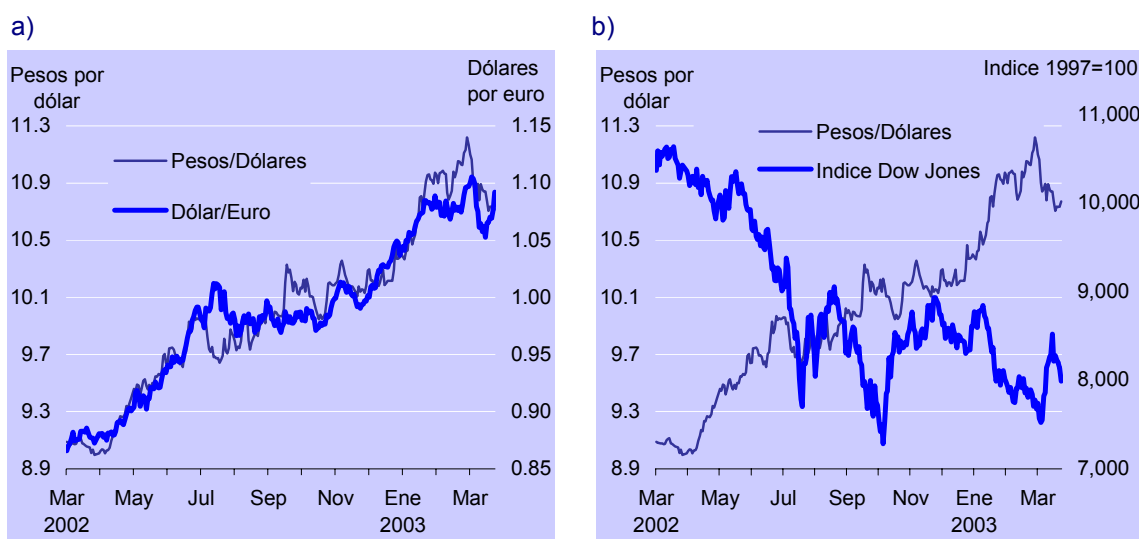
Nota: El rendimiento neto del bono UMS26 es la diferencia entre su rendimiento bruto y el de un bono del gobierno de los Estados Unidos de vencimiento similar.

Al igual que en el trimestre anterior, durante la mayor parte del periodo reportado se observó una correlación estrecha entre los movimientos del peso frente al dólar y los del dólar frente al euro. Sin embargo, es de notar que hacia el final de marzo el tipo de cambio se desligó de las fluctuaciones de la paridad dólar/euro (Gráfica 11a).

La atenuación de la correlación mencionada pudo haber estado influida por el anuncio que se hizo a finales de marzo del mecanismo para disminuir el ritmo de acumulación de reservas internacionales (ver Sección III.2.1). Lo expuesto confirma que, como se ha señalado en Informes anteriores, ciertas asociaciones estadísticas entre la paridad peso/dólar y otras variables financieras pueden resultar inestables o poco duraderas (Gráfica 11b).

Gráfica 11

Tipos de Cambio del Dólar Frente al Euro y del Peso Frente al Dólar e Índice Dow Jones



Fuente: Reuters y Banco de México.

Por otra parte, es de señalarse que la depreciación que ha ocurrido desde hace casi un año en la cotización del peso respecto al dólar, puede responder también a factores que afectan el desenvolvimiento de las variables reales que determinan el nivel del tipo de cambio en el largo plazo⁵. Un ejemplo de ello es la creciente competencia que enfrentan las exportaciones mexicanas por parte de las de China.

II.2.5. Precios Administrados y Concertados

En enero y febrero de 2003 la inflación mensual del subíndice de los precios administrados y concertados⁶ se ubicó por encima de la del INPC, mientras que en marzo ocurrió lo contrario. Así, en enero, febrero y marzo del presente año la inflación mensual de este subíndice resultó de 1.16, 0.30 y 0.46 por ciento, mientras que el crecimiento del INPC se situó respectivamente en 0.40, 0.28 y 0.63 por ciento (Gráfica 12). Sin embargo, estos incrementos mensuales del subíndice de precios administrados y

⁵ Ver Informe sobre la Inflación Octubre-Diciembre 2002, páginas 32 y 33.

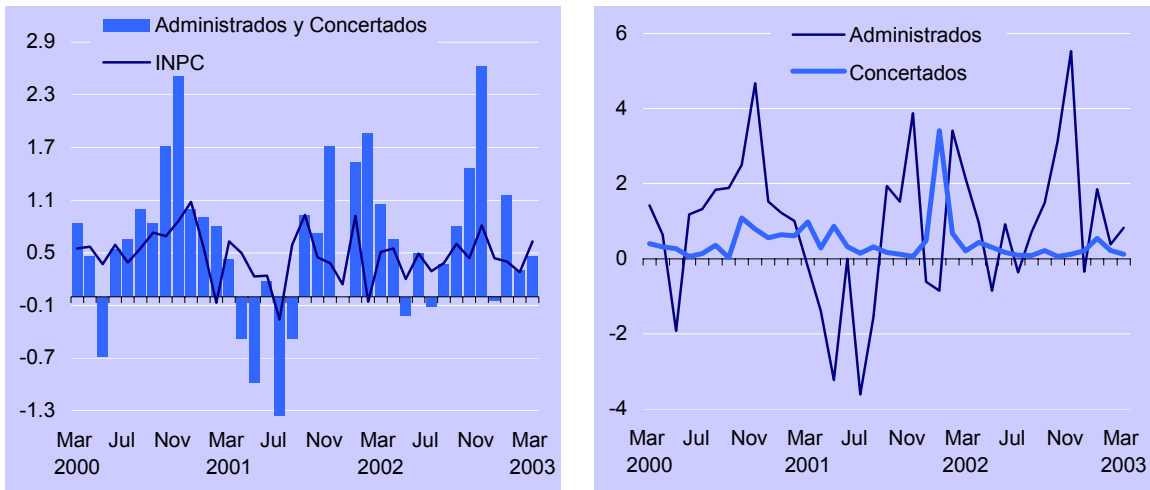
⁶ La canasta del subíndice de los precios administrados se compone de los siguientes productos: gasolina de bajo octanaje, gasolina de alto octanaje, gas doméstico y electricidad. Los productos con precios concertados son: telefonía de larga distancia internacional, servicio de telefonía local, larga 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.

concertados se comparan favorablemente con los registrados durante los mismos meses de 2002⁷.

El aumento de la inflación de este subíndice durante el periodo de referencia obedeció principalmente al que experimentaron las cotizaciones de los productos con precios administrados. Cabe recordar al respecto que este mismo patrón se observó en el año pasado. El incremento comentado de los precios administrados fue a su vez resultado del alza que experimentaron los precios de la gasolina de bajo octanaje en las ciudades de la frontera norte y del gas doméstico (entre diciembre de 2002 y marzo de 2003 éstos tuvieron respectivamente incrementos de 4.04 y 4.19 por ciento).

El alza del precio de la gasolina de bajo octanaje en el trimestre fue reflejo del movimiento paralelo que mostró el precio del energético en las ciudades fronterizas de los Estados Unidos. Ello, luego de que en noviembre de 2002 el Gobierno Federal decidiera homologar el precio de esta gasolina en la frontera norte con el prevaleciente en la ciudad estadounidense vecina. Dicha medida entró en vigor en diciembre del año pasado y fue modificada en marzo de este año, fijándose como tope el precio que prevalece en el interior del país.

Gráfica 12 **Índice de Precios Administrados y Concertados e INPC**
Variación mensual en por ciento



⁷ Los incrementos fueron de 1.53, 1.86 y 1.05 por ciento en enero, febrero y marzo de 2002, respectivamente.

Ante la importancia que tiene el subíndice de los precios administrados y concertados en la determinación de la inflación del INPC, el Banco de México reitera la necesidad de que su comportamiento sea acorde con el objetivo de inflación para el año.

II.2.6. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación

La variación del subíndice de precios agropecuarios fue negativa en el primer trimestre de 2003. Sin embargo, el decremento fue menos pronunciado que el registrado en igual trimestre del año anterior. Por un lado, el componente de frutas y verduras disminuyó en este trimestre 6.55 por ciento, mientras que en el mismo trimestre del año pasado la caída fue de 11.38 por ciento. Por otro, los precios de la carne y el huevo aumentaron 3.73 por ciento, lo que contrasta con la reducción de 0.71 por ciento que tuvieron en igual periodo de 2002. Ello tuvo por resultado que la inflación anual de este subíndice de precios aumentara de 8.65 por ciento en diciembre de 2002 a 13.42 por ciento en marzo de 2003.

La inflación anual de los productos agropecuarios se caracteriza por un comportamiento volátil. En un ambiente de baja inflación dicha volatilidad puede generar movimientos relativamente drásticos del INPC. Ello resalta la importancia que ha adquirido la inflación subyacente como indicador de las presiones inflacionarias de mediano plazo.

III. La Política Monetaria Durante el Primer Trimestre de 2003

En la presente sección se exponen los elementos que influyeron para que la Junta de Gobierno decidiera incrementar el “corto” en tres ocasiones durante el primer trimestre de 2003 (el 10 de enero, el 7 de febrero y el 28 de marzo). A tal fin, en el texto se incorpora un examen de la evolución que mostraron en el periodo las expectativas inflacionarias del sector privado y las relativas a las tasas de interés. El comportamiento de estas dos variables complementa la información correspondiente al nivel y los cambios del “corto” para el análisis de las condiciones monetarias que prevalecieron en el trimestre. Finalmente, se comentan las trayectorias que mostraron durante el periodo de referencia la base monetaria y otros agregados monetarios y crediticios.

III.1.1. Acciones de Política Monetaria

En los primeros tres meses del presente año la Junta de Gobierno del Banco de México, incrementó el “corto” de 475 a 700 millones de pesos, intensificando así la restricción monetaria. Esos tres aumentos del “corto” se sumaron a las dos acciones en el mismo sentido que se tomaron en el segundo semestre del año anterior.

Las últimas cinco medidas de política monetaria acordadas han estado fundamentalmente enfocadas a inducir una inflexión a la baja de las expectativas inflacionarias del público, y a generar condiciones monetarias conducentes a que la inflación de los precios al consumidor converja de manera sostenible hacia la meta a lo largo de 2003. La intensificación de la restricción monetaria en los últimos seis meses ha sido necesaria dada la resistencia a la disminución que han mostrado las expectativas de inflación. Si bien la inflación esperada para los siguientes doce meses por los analistas financieros, parece haberse estabilizado durante los últimos meses, aún se encuentra en un nivel elevado (Gráfica 13).

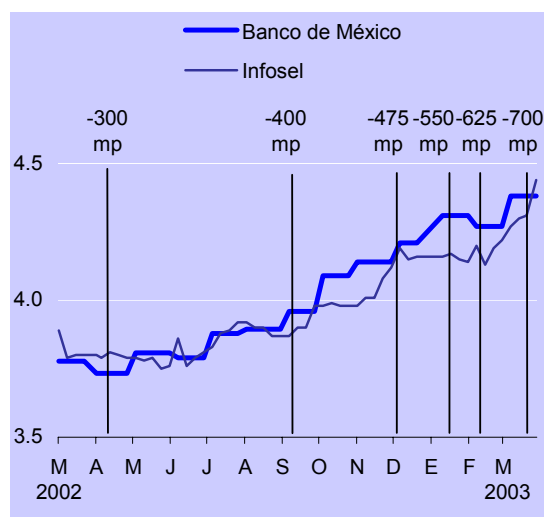
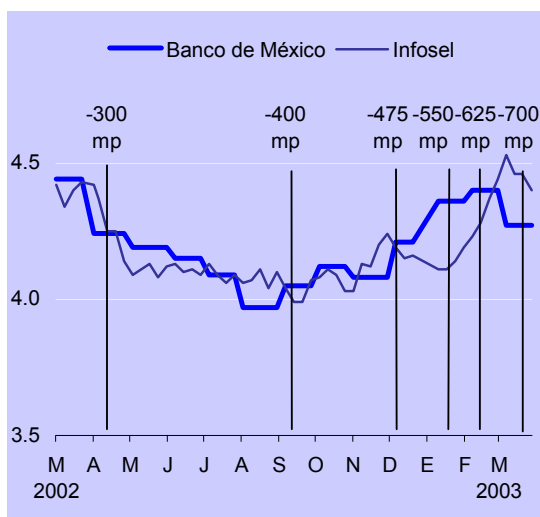
Gráfica 13

Expectativas de Inflación para los Sigüientes Doce Meses y para el Cierre de 2003: Infosel y Banco de México

Por ciento

Expectativas de Inflación para los Sigüientes 12 meses

Expectativas de Inflación para el Cierre de 2003



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

Las expectativas de inflación anual del INPC expresadas por los analistas del mercado, al igual que las implícitas en los incrementos salariales, no han mostrado una convergencia clara hacia la meta establecida para diciembre de 2003. Ello, a pesar de que los sigüientes elementos son favorables al proceso de abatimiento de la inflación:

- (a) La restricción monetaria se ha intensificado consecutivamente en cinco ocasiones;
- (b) La economía se encuentra en un punto en el cual la utilización de la capacidad instalada es baja y los mercados laborales muestran holgura (ver Sección II.2.2.). Lo anterior, como resultado de un periodo de dos años en el cual el crecimiento acumulado ha sido claramente inferior al potencial de la economía;
- (c) No se ha detectado un traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios internos; y
- (d) La deflación en los precios de las mercancías en los Estados Unidos ha contribuido a disminuir la presión sobre los precios de las mercancías en México.

Por otra parte, las expectativas relativas a la inflación subyacente anual para diciembre de 2003 (3.93 y 3.74 por ciento de acuerdo con las encuestas de Infosel y del Banco de México, respectivamente) son significativamente menores que las relativas a la inflación del INPC (4.44 y 4.38 por ciento, en ese orden, para las de Infosel y los del Banco de México). Lo anterior parece indicar que los analistas del mercado están esperando un descenso más lento de la inflación de los subíndices de precios no subyacentes.

Como ya se señaló, en el primer trimestre el Banco de México incrementó la restricción monetaria en tres ocasiones. La primera de las medidas fue ampliar el “corto” de 475 a 550 millones de pesos en enero 10. Esta intensificación se decidió de manera preventiva con la finalidad de crear las condiciones monetarias conducentes a un debilitamiento de las expectativas de inflación. Lo anterior, en la medida en que el proceso de abatimiento de la inflación enfrentaba un reto significativo, después de que la meta para 2002 no pudo ser alcanzada. Esto último debido a que el subíndice de precios administrados y concertados tuvo un alza muy significativa, ya que si éste se hubiese incrementado a una tasa anual de 4.5 por ciento la desviación de la meta habría sido de tan sólo 0.1 por ciento.

Posteriormente, el 7 de febrero, nuevamente se aumentó el “corto”, de 550 a 625 millones de pesos. Las expectativas de inflación continuaron sin mostrar una tendencia de convergencia hacia la meta, y la insuficiente moderación registrada por los incrementos de los salarios contractuales impedía que se acelerara la disminución de la inflación de los servicios. Adicionalmente, se observó que existía el riesgo de que la depreciación del tipo de cambio y la volatilidad en ese mercado indujeran una revisión al alza de los pronósticos de inflación.

Las medidas de restricción monetaria adoptadas en enero y febrero fueron reforzadas el 28 de marzo con un incremento adicional del “corto”, de 625 a 700 millones de pesos. Esta decisión se instrumentó ante un entorno adverso en el que las expectativas de inflación continuaron con un comportamiento alcista, y el componente no subyacente de la inflación tuvo una evolución desfavorable que podría deteriorar el proceso de formación de precios. Con esta acción la Junta de Gobierno confirmó su decisión de continuar adecuando las condiciones monetarias tanto a la situación actual como a la previsible.

La Junta de Gobierno en su último comunicado de prensa del trimestre advirtió que se mantendrá una postura monetaria restrictiva en tanto las expectativas de inflación no retomen una

tendencia decreciente congruente con la meta. De esta forma, dicho órgano directivo confirmó su compromiso con el logro de la estabilidad de precios, definida como una inflación anual del INPC de 3 por ciento, con un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual.

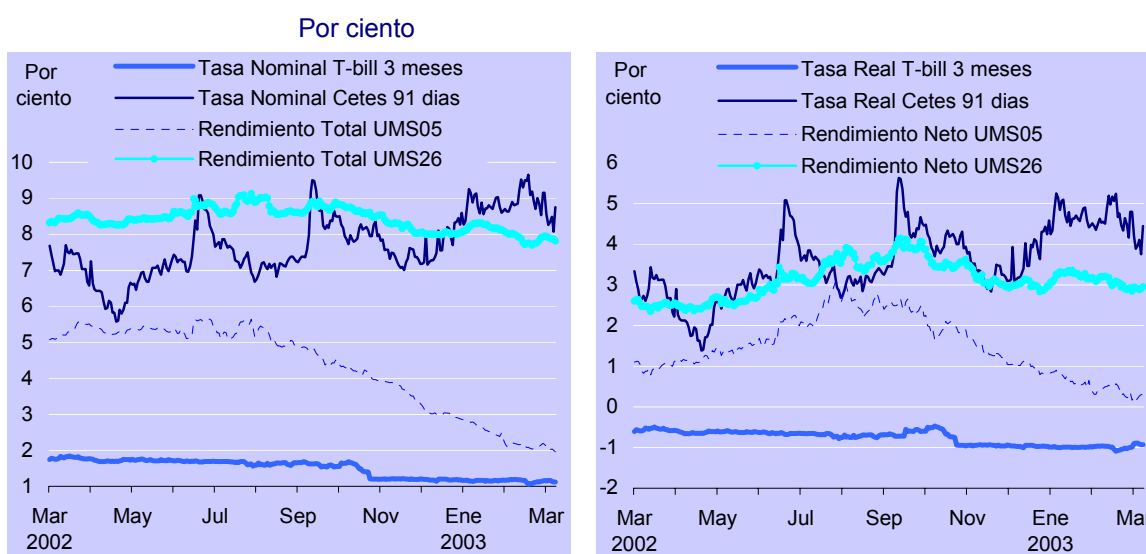
Las ampliaciones del “corto” aplicadas durante los primeros tres meses de 2003 tuvieron efectos alcistas sobre las tasas de interés. Este incremento contrastó con el bajo nivel y estabilidad de las tasas nominales en dólares en los Estados Unidos, así como con la reducción que registró el rendimiento total de los bonos soberanos de México colocados en el exterior. Además, el incremento que mostró en México el rendimiento real de los instrumentos financieros ocurrió en un entorno en el cual las tasas reales de los activos de corto plazo en los Estados Unidos fueron negativas.

Cabe recordar que durante el primer trimestre de 2003 el entorno externo se caracterizó por caídas en los principales mercados accionarios y, de manera inesperada, por un incremento en el apetito por los títulos de deuda de las economías de mercado emergentes. Las bajas sufridas por los precios de las acciones bursátiles se explican por la incertidumbre geopolítica global y por la expectativa de que la recuperación en los Estados Unidos y en la economía mundial podría ser más gradual de lo que se había anticipado. Por tanto, en congruencia con la debilidad económica esperada, algunos de los principales bancos centrales del mundo redujeron sus tasas de interés objetivo y se elevó la probabilidad de que otros actuaran en el mismo sentido.

En un entorno adverso como el descrito, el diferencial de rendimiento de los bonos soberanos de México que se cotizan en el exterior, medido con respecto a las tasas de interés de los bonos del Tesoro estadounidense, se estrechó en el primer trimestre de 2003. Ello, a pesar del desfavorable ambiente prevaleciente durante el periodo en los mercados financieros de los países industrializados. Lo anterior se debió, en parte, a que los mercados financieros de México han estado influidos de manera positiva por la mejoría de la situación financiera de algunas de las economías latinoamericanas y cuya evolución había generado incertidumbre el año anterior. Por tanto, entre diciembre y marzo la percepción del riesgo país de México tuvo una mejoría. En contraste, en los primeros tres meses del año las tasas de interés internas (nominales) aumentaron significativamente, de manera diferenciada por su plazo.

En su momento los mercados financieros internos reaccionaron de manera congruente con la intensificación de la restricción monetaria. Así, las tasas de interés internas aumentaron en los días subsiguientes a las acciones de política monetaria adoptadas el 10 de enero, 7 de febrero y 28 de marzo. Cabe señalar que durante el primer trimestre las tasas de “fondeo” bancario y gubernamental subieron 67 y 53 puntos base, respectivamente. Asimismo, las tasas de interés de los Cetes a 28 y a 91 días tuvieron alzas respectivas de 55 y 120 puntos base (Gráfica 14).

Gráfica 14 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales^{1/} y Rendimiento Total de los Bonos UMS05 y UMS26



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.

En cuanto a la instrumentación de la política monetaria, se anunciaron dos importantes medidas:

- (a) La constitución de un depósito de regulación monetaria en el Banco de México por parte de las instituciones de crédito por 30 mil millones de pesos, a fin de que el Instituto Central mantuviese una posición de liquidez acreedora frente al sistema bancario. Ello permitirá que la política monetaria conserve su efectividad para influir sobre el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo; y
- (b) La sustitución, a partir del 10 de abril, del régimen de saldos acumulados en las cuentas corrientes que el Banco de México lleva a la banca por uno de saldos diarios. Así, si bien al 9 de abril el objetivo de saldos acumulados para

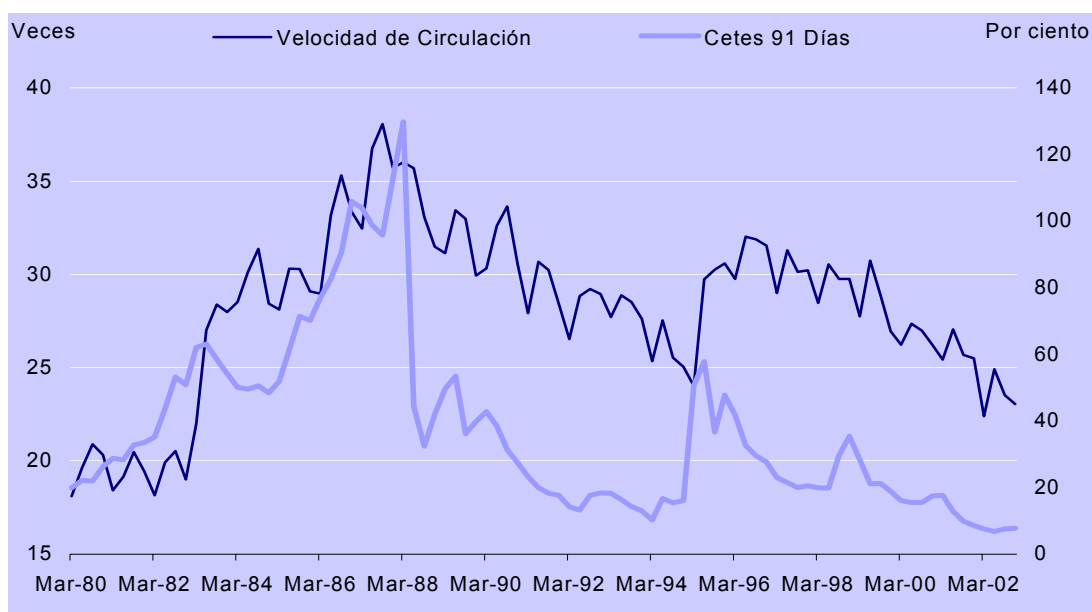
periodos de 28 días (“corto”) correspondía a 700 millones de pesos, a partir del día siguiente el objetivo de saldos diarios resultó de 25 millones (700 millones de pesos ÷ 28 días = 25 millones de pesos diarios). De esta manera, con dicha medida la postura de la política monetaria compatible con un nivel determinado del “corto” permaneció inalterada. La modificación se adoptó por dos razones principales. En primer lugar, en virtud de que se han reducido las ventajas de contar con un esquema que permita compensar saldos positivos y negativos dentro del periodo de medición de los saldos acumulados. Ello tiene su origen, fundamentalmente, en la adopción de algunas mejoras operativas que han permitido realizar una programación financiera más precisa. En segundo, porque es un mecanismo más transparente.

Es importante reiterar que ninguna de las medidas anteriores modifica la liquidez del sistema, por lo que no implican un cambio en la postura de la política monetaria.

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

A pesar de que en el corto plazo la relación entre los agregados monetarios y la inflación ha sido inestable, es aconsejable analizar su evolución con la finalidad de discernir la presencia de posibles presiones inflacionarias en el largo plazo. A este respecto, a partir de 1997 la velocidad de circulación de la base monetaria ha mostrado una disminución considerable. Esto obedece fundamentalmente a un proceso de remonetización, que consiste en un aumento de la demanda de saldos monetarios, inducida por la baja que se ha registrado en las tasas de interés durante el proceso de estabilización. Es decir, ha respondido a una reducción del costo de oportunidad de mantener efectivo (Gráfica 15). Cabe señalar que la velocidad de circulación todavía se encuentra en niveles por encima de los observados en periodos de baja inflación y no sorprendería que la brecha entre el incremento de la base monetaria y el del ingreso nominal persistiera por un lapso más prolongado.

Gráfica 15 Velocidad de Circulación de la Base Monetaria^{1/} y Tasa de Interés de los Cetes a 91 Días



1/ Calculada como el cociente entre el consumo privado y los billetes y monedas en circulación.

En cuanto a los agregados monetarios y crediticios amplios, destaca el aumento del financiamiento total otorgado por el sistema financiero⁸ al sector privado (Gráfica 16a). No obstante, este incremento es aún modesto. De hecho, la posición neta acreedora y deudora de las familias y de las empresas ha permanecido relativamente estable (Gráfica 16b)⁹. Así, la evolución de los agregados monetarios y crediticios no sugiere la presencia de presiones de demanda agregada que pudieran constituir un obstáculo para el abatimiento de la inflación.

⁸ Ver Panorama del Sistema Financiero Mexicano, publicado por el Banco de México en su página de Internet, en donde se consolidan los recursos y obligaciones de los siguientes intermediarios: banca comercial, banca de desarrollo, Banco de México, arrendadoras financieras, factorajes financieros, Sofoles, sociedades de ahorro y préstamo, uniones de crédito, compañías de seguros, Siefores, fondos de fomento, almacenes de depósito, sociedades de inversión, casas de bolsa y compañías de fianzas. Conceptualmente, ésta es la medición más amplia del financiamiento interno y tiene como fuente principal de recursos la fracción del ahorro financiero (M4) que los intermediarios financieros dirigen al sector privado.

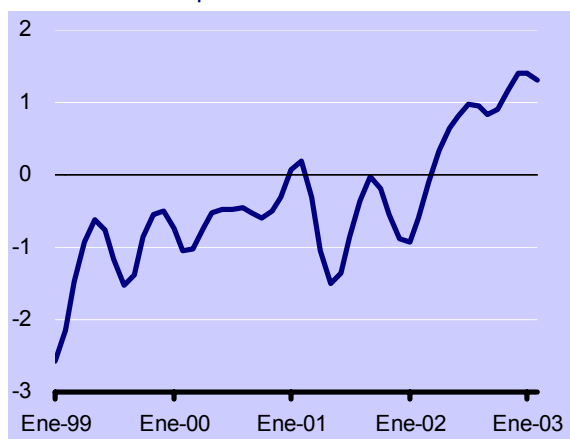
⁹ La posición neta acreedora se obtiene de restar del total de los activos financieros del sector privado el total de sus pasivos. La información proviene del Panorama del Sistema Financiero Mexicano.

Gráfica 16

Financiamiento Total Otorgado por el Sistema Financiero al Sector Privado y Posición Acreedora de las Empresas y las Familias.

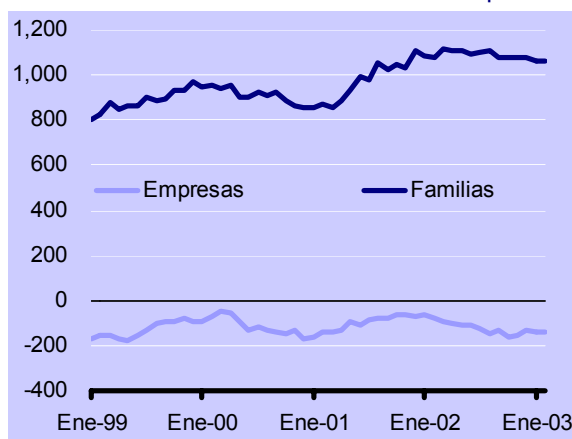
a) Financiamiento Total al Sector Privado

Variación real mensual de la serie de tendencia en por ciento



b) Posición Acreedora de las Empresas y las Familias

Saldos reales en miles de millones de pesos



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

La variación anual que mostró el saldo de la base monetaria en el primer trimestre de 2003 fue en promedio de 16 por ciento, resultado muy similar al anticipado en el pronóstico mensual publicado en el Programa Monetario (16.2 por ciento). A partir del segundo trimestre se estima un ritmo de crecimiento más lento de la base monetaria (Gráfica 17).

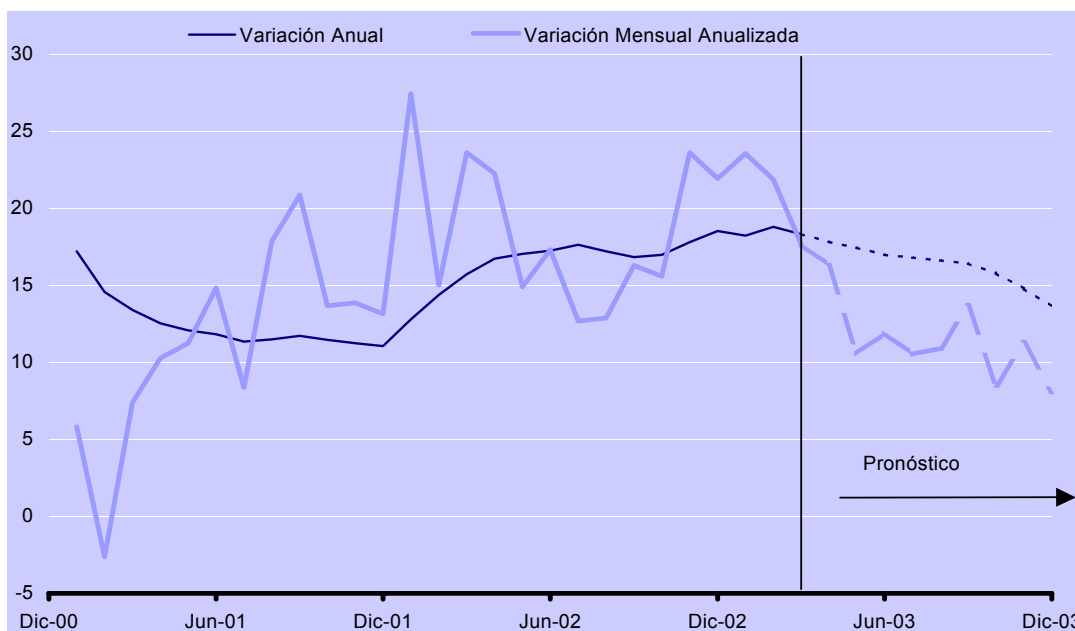
En el primer trimestre de 2003 el saldo de los activos internacionales netos¹⁰ del Banco de México aumentó 3,281 millones de dólares, terminando marzo en 54,003 millones. La principal fuente de acumulación fue la compra de divisas a PEMEX que sumó en el periodo 2,899 millones de dólares. Por otra parte, el Gobierno Federal demandó divisas por un monto de 96 millones de dólares.

El crédito interno neto del Banco de México disminuyó 61,529 millones de pesos de diciembre de 2002 a marzo de 2003. Lo anterior se explica en lo fundamental por la esterilización realizada en ese lapso del impacto monetario del incremento de los

¹⁰ 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. Asimismo, se considera el resultado por el cambio de valor en términos de dólares de los EUA de las operaciones de compra-venta de divisas concertadas a la fecha.

activos internacionales y por la reducción estacional de la demanda de base monetaria.

Gráfica 17 Evolución de la Base Monetaria

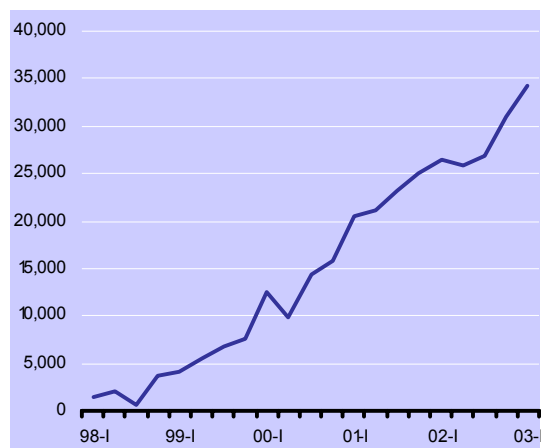


Durante los últimos cinco años (diciembre 1997 a marzo 2003) el Banco de México ha acumulado activos internacionales por un total de 34,179 millones de dólares (Gráfica 18a). Lo anterior puede considerarse principalmente como el efecto neto de varios conceptos: la entrada de divisas captadas por PEMEX (44,090 millones de dólares), las ventas al Gobierno Federal para cubrir el servicio de la deuda pública (23,647 millones de dólares) y otros ingresos (13,736 millones de dólares)¹¹ (Gráfica 18b).

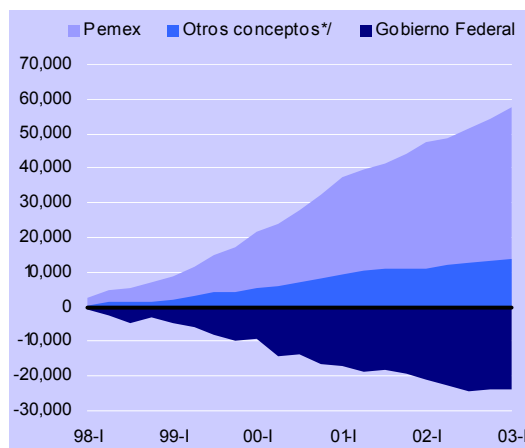
¹¹ Se refiere a los ingresos por intereses de los activos internacionales y, durante el periodo de su vigencia, a la acumulación neta de divisas como resultado de las subastas de opciones de venta de dólares y del mecanismo automático de venta de divisas.

Gráfica 18 Fuentes de Acumulación de Activos Internacionales

a) Activos internacionales
Flujos acumulados en millones de dólares



b) Principales fuentes
Flujos acumulados en millones de dólares



*/ Se refiere a los ingresos por intereses de los activos internacionales y, durante el período de su vigencia, a la acumulación neta de divisas como resultado de las subastas de opciones de venta de dólares y el mecanismo automático de venta de divisas.

Para evitar el impacto monetario que podría causar la acumulación de reservas internacionales¹², el Banco de México procede a retirar cualquier exceso de liquidez a través de la colocación de valores (principalmente BREMS) u otros pasivos de regulación monetaria, como el depósito requerido recientemente por el Banco de México a las instituciones de crédito (ver Sección III.1.1). Así, el costo para el Banco de México de mantener la reserva internacional resulta de la diferencia entre el rendimiento de dicha reserva y la tasa de interés que se paga por los pasivos que ha emitido el Banco Central para financiar la tenencia de reservas.

Dado el nivel que ha alcanzado el saldo de las reservas internacionales y el ritmo esperado de acumulación adicional para el resto del presente año, es posible concluir que los beneficios netos, que principalmente se reflejan en un costo más bajo del financiamiento para el país en los mercados internacionales, y que justifican los costos antes descritos, serán cada vez menores. En virtud de lo anterior, la Comisión de Cambios decidió poner en operación un mecanismo para reducir la velocidad de acumulación de reservas internacionales. Consecuentemente, se canalizará al mercado una fracción de los flujos de divisas que podrían potencialmente acrecentar las reservas. Este esquema funcionará con independencia del nivel y de la tendencia del tipo de cambio (Recuadro 2).

¹² La reserva internacional se define en la Ley del Banco de México (Artículos 19 y 20).

Recuadro 2

El Mecanismo para Reducir el Ritmo de Acumulación de las Reservas Internacionales del Banco de México

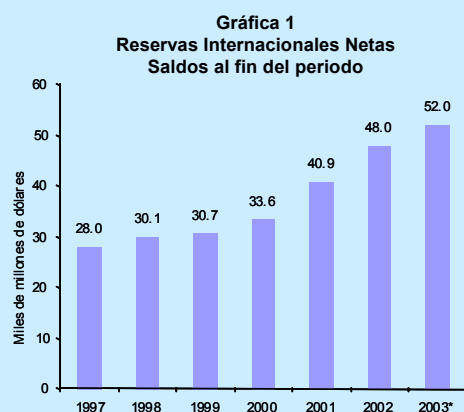
El 20 de marzo de 2003 la Comisión de Cambios anunció la instrumentación de un mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales (RI) por parte del Banco de México, efectivo a partir del 2 de mayo de 2003. En este recuadro se describen las características de dicho mecanismo y se presentan algunas consideraciones relativas a su adopción.

Durante los últimos años, el nivel de las RI del Banco de México ha aumentado continuamente en forma notable. Así, de diciembre de 1997 a abril de 2003 el monto prácticamente se duplicó pasando de 28 mil millones de dólares a cerca de 52 mil millones. A partir de junio de 2001, cuando se suspendió la acumulación de reservas vía el esquema de opciones¹, ésta se ha derivado principalmente de las compras de los excedentes de divisas obtenidos por PEMEX (ver Gráfica 18 en Sección III.2.1).

el cual puede cerrarse o restringirse intempestivamente. En tales circunstancias, contar con un saldo significativo de RI abate la probabilidad de que dichos mercados se tornen inaccesibles. Al mitigar estos riesgos, dicho saldo contribuye a mejorar la clasificación del país como sujeto de crédito y permite que el costo de contratar deuda externa que enfrentan los agentes mexicanos sea más bajo.

Los beneficios que se derivan de mantener un saldo adecuado de RI, se logran en la medida en que los mercados perciben que el país puede enfrentar sus compromisos de corto plazo con el exterior. En la actualidad, el saldo de las RI de México sería suficiente para cubrir 1.4 veces los compromisos externos de corto plazo del país, tanto públicos como privados, para el presente año². Del mismo modo, el saldo de las reservas permitiría atender 4 meses de importaciones. De hecho, y en buena medida como resultado de la acumulación de reservas, los pagos de la deuda pública externa de corto plazo para los siguientes años tenderán a reducirse, al tiempo que el plazo promedio ponderado de la deuda pública interna se ha alargado³. Estos elementos reducen la necesidad de continuar acumulando RI.

A pesar de los beneficios mencionados, es pertinente recordar que la acumulación de reservas tiene costos. El costo de acarreo de las RI resulta de la diferencia entre el rendimiento de dicha reserva y la tasa de interés que deberá pagarse por los títulos que se emiten para financiar su acumulación. Los activos internacionales son invertidos en el exterior en valores y depósitos con alta calificación crediticia que son de fácil realización o tienen un mercado muy líquido. Sin embargo, la elevada liquidez conlleva bajos rendimientos. Adicionalmente, la acumulación de RI reduce los recursos potencialmente disponibles para cubrir un mayor déficit en la cuenta corriente de la balanza de



*Hasta el 4 de abril de 2003.
Fuente: Banco de México

La necesidad de contar con saldos “adecuados y suficientes” de RI en economías de mercado emergentes que tienen un régimen de tipo de cambio flotante, como es el caso de México, obedece a su relativa vulnerabilidad frente a los movimientos de capital internacionales. Dichos países tienen un acceso incierto a los mercados mundiales de capital,

¹ En agosto de 1996, se puso en práctica un mecanismo de acumulación de reservas vía subastas de opciones (ver Banco de México, Informe Anual 1996, página 106). Por medio de éste, el Banco de México acumuló más de 12 mil millones de dólares de RI. En 2001, la Comisión de Cambios consideró que el mecanismo había cumplido su objetivo y decidió suspenderlo a partir del 29 de junio de ese año (ver Banco de México, Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2001, página 38).

² Incluye un pronóstico del servicio de la deuda pública (capital e intereses) para 2003 y las amortizaciones de la deuda privada para ese mismo año. Además, supone que toda la deuda bancaria vigente al cierre de 2002 era de corto plazo. Finalmente, contiene las amortizaciones para 2003 de la deuda pública interna que se encuentra en manos de no residentes.

³ Ver SHCP, “Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública” del cuarto trimestre de 2002.

pagos. Dado el saldo actual de las RI y el ritmo de acumulación previsto para 2003¹, es posible concluir que los beneficios netos que son la contrapartida de los costos aludidos serían cada vez menores.

En virtud de lo anterior, la Comisión de Cambios acordó poner en operación un mecanismo para atenuar el ritmo de acumulación de reservas. Así, a partir de su entrada en rigor se canalizará al mercado una fracción de los flujos de divisas que podrían acrecentar las reservas. El mecanismo contempla que el Banco de México realice ventas de dólares directamente en el mercado, de acuerdo con las reglas siguientes:

1. Trimestralmente, el Banco de México dará a conocer el monto de los dólares a ofrecer en el mercado cambiario durante el siguiente trimestre. El monto a vender a lo largo del trimestre será igual a 50% del flujo acumulado de RI en el trimestre previo, una vez consideradas las ventas realizadas a través de este mecanismo en ese mismo periodo.

2. Con base en dicho monto de dólares a vender, el Banco de México subastará todos los días una cantidad fija de dólares en un horario preestablecido. La oferta diaria se determinará en función del número de días hábiles que tenga el trimestre en que se realizarán las ventas. Por ejemplo, si en un trimestre el procedimiento apunta a vender 1,500 millones de dólares y en ese periodo hay 60 días hábiles, la cantidad diaria a subastar será de 25 millones de dólares.

3. Los participantes en las subastas correspondientes serán únicamente las Instituciones de Crédito del país.

4. En caso de que el monto de ventas a realizar en un trimestre determinado resultara inferior a 125 millones de dólares, el mecanismo de venta se suspendería temporalmente.

5. Las ventas de dólares en virtud del mecanismo comentado no se reanudarán hasta que se presente una acumulación de reservas mayor que 250 millones de dólares respecto del saldo observado al inicio del último trimestre en que el mecanismo hubiera estado vigente, una vez consideradas las ventas realizadas durante ese mismo trimestre.

6. La aplicación del procedimiento de subastas diarias se iniciará a partir del próximo 2 de mayo, con base en la acumulación de RI observada en el periodo comprendido entre el 17 de enero y el 16 de abril del presente año. El monto exacto de las ventas diarias se anunciará el 22 de abril.

El mecanismo de subastas diarias de divisas permitirá alcanzar el objetivo de atenuar el ritmo de acumulación de RI sin reducir el saldo actual de las RI en poder del Banco de México. Dicho lo anterior, resulta conveniente destacar varias características del esquema:

- El mecanismo se basa en reglas preestablecidas y, por consiguiente, no está sujeto a decisiones discrecionales de las autoridades financieras.
- El esquema proporciona certidumbre al mercado en el sentido de que, una vez hecho el anuncio trimestral, el público conocería el monto de dólares a subastarse diariamente.
- El mecanismo de subastas diarias de dólares operará independientemente de las condiciones del mercado en el momento de cada subasta.

Lo anterior implica que en ningún momento la operación del mecanismo alterará el actual régimen cambiario de libre flotación, ni se buscará influir sobre el mercado cambiario con el propósito de alcanzar o mantener un objetivo de tipo de cambio predeterminado.

¹ La Comisión de Cambios estima que bajo las condiciones actuales las reservas que se acumularían en 2003 serían del orden de 7,000 millones de dólares.

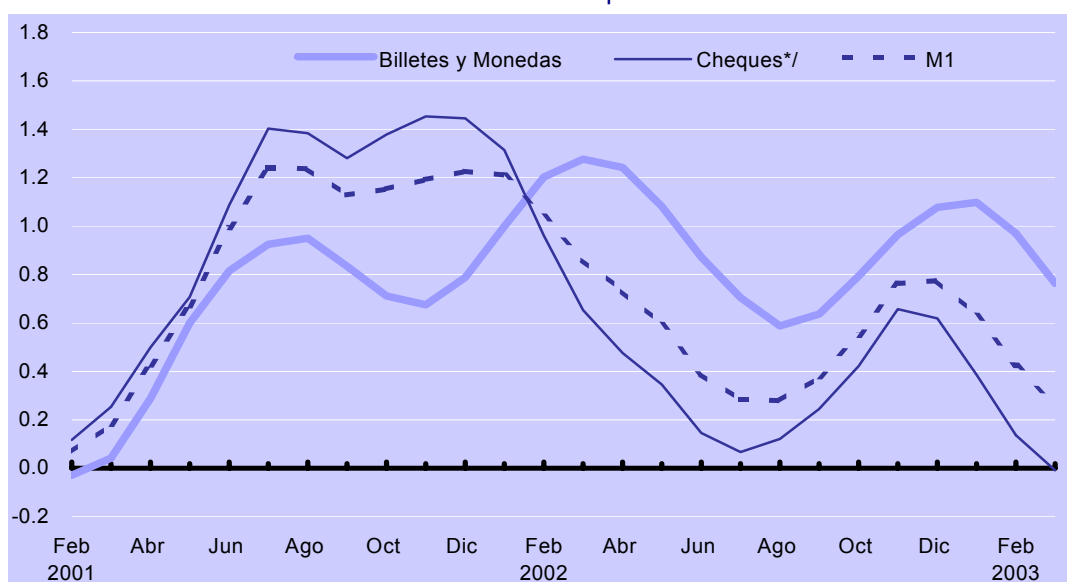
III.2.2. Agregados Monetarios

Durante el primer trimestre de 2003 se observó una disminución de la tasa de crecimiento del saldo del medio circulante en moneda nacional (Gráfica 19). En particular las cuentas de cheques registraron tasas de incremento más bajas que en los meses precedentes. Lo anterior es en parte atribuible al mayor diferencial que se ha presentado entre el rendimiento de los depósitos a plazo que ofrece la banca comercial y el de las cuentas de cheques que devengan intereses¹³, así como al mayor costo de operación de las cuentas de cheques.

Gráfica 19

M1 en Moneda Nacional

Variación real mensual en por ciento de las series de tendencia



*/ Considera a las cuentas de cheques en moneda nacional y a los depósitos en cuenta corriente.

Al cierre del primer trimestre la tasa de incremento real anual del agregado monetario M2 resultó de 4.6 por ciento, lo que implicó un flujo de ahorro financiero de los residentes de 57,182 millones de pesos. Durante el trimestre tuvo lugar un cambio en la estructura del ahorro financiero, habiendo disminuido la tenencia de valores y aumentado la captación bancaria (Cuadro 11). Ello, debido a la reacción que han tenido algunos bancos para hacer frente a la salida de inversionistas de los fondos de inversión, a consecuencia de las minusvalías que algunos de éstos sufrieron ante el incremento de las tasas de interés.

¹³ En marzo el diferencial de rendimientos entre las cuentas de cheques y los pagarés a 28 días que ofrece la banca comercial fue de 377 puntos base, superior en 97 puntos al registrado en diciembre de 2002.

En el lapso referido los bancos destinaron gran parte del aumento de su captación a la inversión en valores públicos. A su vez, lo anterior se reflejó en una disminución de la tenencia de dichos valores por parte del sector privado, llevando a una recomposición del ahorro financiero interno (M2).

Cuadro 11

Agregados Monetarios

Variación real anual en por ciento

	Dic.02	Ene.03	Feb.03	Mar.03
M1	6.5	7.9	6.7	3.8
ByM en Poder del Público	10.4	13.9	13.9	5.6
Cuentas de Cheques en M.N.	5.4	5.1	4.0	4.2
Cuentas de Cheques en M.E.	-5.3	-2.5	-5.6	-0.5
Depósitos en Cuenta Corriente	13.5	15.1	13.3	2.3
M2	5.4	7.3	5.6	4.6
Captación Bancaria	-12.1	4.7	8.3	9.6
Valores Públicos	14.3	7.2	2.0	0.3
Tenencia de Siefores	17.7	17.4	16.3	17.9
Resto	13.4	4.4	-1.7	-4.3
Valores Privados	31.6	29.7	24.4	26.2
M3	5.1	7.5	5.7	4.9
M4	4.8	7.1	5.7	4.9

III.2.3. Financiamiento al Sector Privado

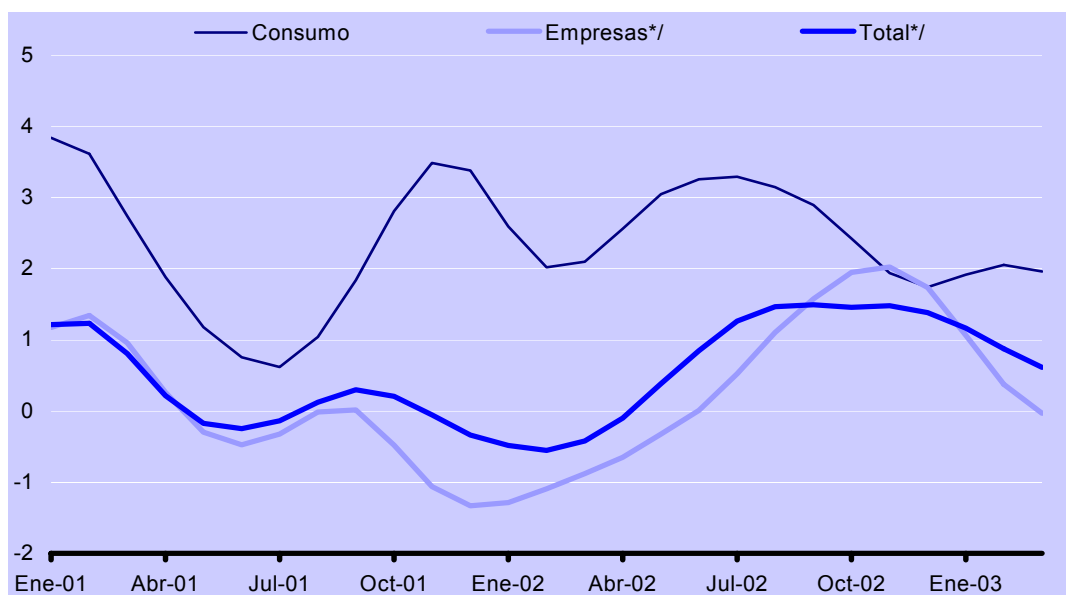
La expansión del crédito vigente otorgado por la banca comercial al sector privado se ha moderado. Dicha evolución resultó congruente con la debilidad que han experimentado en los últimos meses el consumo y la producción industrial (Gráfica 20).

El crédito vigente otorgado por la banca comercial a las empresas se ha concentrado en el sector servicios, particularmente en el sector comercio. Así, a febrero de 2003 este último recibió un flujo anual de 13.5 miles de millones de pesos, equivalente a 56 por ciento del total de los recursos canalizados a las empresas (Cuadro 12).

Gráfica 20

Crédito Bancario Vigente

Variación real mensual en por ciento de las series de tendencia



*/ Considera saldos revalorizados para el crédito en moneda extranjera.

Cuadro 12

Crédito Bancario Vigente por Sectores

	Saldos Febrero de 2003			Flujo en mmp. Feb 02 / Feb 03	Var. Real Anual en %
	mmp.	% del PIB ^{1/}	% del PIB sectorial ^{1/}		
Total	279.83	4.5	4.55	24.12	3.71
Agropecuario	8.66	0.1	3.83	-5.55	-42.24
Industrial	141.29	2.3	9.50	7.95	0.42
Minería	2.76	0.0	3.65	-0.61	-22.29
Manufactureras	105.50	1.7	9.95	9.41	4.05
Construcción	33.02	0.5	12.00	-0.86	-7.63
Servicios	129.88	2.1	3.26	21.73	13.81
Comercio, restaurantes y hoteles	71.00	1.2	6.10	15.97	22.28
Comercio	61.14	1.0	n.d.	13.51	21.66
Restaurantes y hoteles	9.86	0.2	n.d.	2.46	26.31
Otros	58.88	1.0	2.09	5.75	5.03

n.d. No disponible.

1/ Calculado con base en el Valor Agregado Bruto anual de 2002.

Finalmente, cabe señalar que la incertidumbre económica ha inhibido el ritmo de las colocaciones internas de valores por parte de las empresas privadas. Así, en marzo del presente año el saldo de dichas colocaciones mostró una variación real anual de 17.4 por ciento, cifra que contrasta con la registrada en septiembre de 2002 (39 por ciento).

IV. Perspectivas del Sector Privado para 2003¹⁴

En el transcurso del trimestre enero-marzo, los analistas del sector privado corrigieron sus estimaciones para 2003 en el siguiente sentido: un menor crecimiento del PIB y una inflación más elevada.

IV.1. Pronóstico sobre los Principales Determinantes de la Inflación

En comparación con lo presentado en el anterior Informe sobre la Inflación, la mayoría de los consultores económicos del sector privado estima para 2003 una menor tasa de crecimiento del PIB en los Estados Unidos y en México. El pronóstico relativo al crecimiento del PIB de los Estados Unidos en 2003 se ajustó a la baja de 2.7 a 2.4 por ciento mientras que las estimaciones para el crecimiento del PIB real de México en 2003 y 2004, pasaron respectivamente de 3.2 a 2.5 por ciento y de 4.2 a 4 por ciento. Por otra parte, los analistas nacionales modificaron al alza su previsión sobre el precio que tendrá la mezcla mexicana de petróleo de exportación en 2003, de 19.08 a 21.80 dólares por barril (Cuadro 13).

A lo largo del trimestre las expectativas sobre el tipo de cambio al cierre de 2003 fueron revisadas al alza. En cuanto a los incrementos de los salarios contractuales, la estimación es que en abril y mayo de 2003 crezcan respectivamente 5.1 y 5 por ciento.

¹⁴ A menos que se especifique lo contrario, los pronósticos reportados en esta sección se obtienen de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba mensualmente el Banco de México.

Cuadro 13

Expectativas del Sector Privado: Diciembre de 2002 y Marzo de 2003^{1/}

	Diciembre 2002	Marzo 2003		Diciembre 2002	Marzo 2003
Crecimiento PIB Real en México			Tipo de Cambio		
			(Pesos por dólar, cierre del año)		
2003	3.16%	2.54%	2003 Encuesta Banxico	10.51	10.88
2004	4.24%	4.00%	Futuros ^{3/}	11.17	11.33
			2004 Encuesta Banxico	n.d.	11.23
Déficit Comercial			Mezcla Mexicana de Petróleo		
(Millones de dólares)			(Dólares por barril en promedio)		
2003	10,600	9,286	2003 Encuesta Banxico	19.08	21.80
			Futuros ^{6/}	24.14	24.13
Déficit de la Cuenta Corriente			Incrementos Salariales		
(Millones de dólares)					
2003	18,490	16,234	Para Abril 2003	n.d.	5.1%
			Para Mayo 2003	n.d.	5.0%
Inversión Extranjera Directa			Clima de Negocios		
(Millones de dólares)					
2003	13,691	13,201	Mejorará	64.3%	56.7%
2004	n.d.	14,348	Permanecerá Igual	25.0%	40.0%
			Empeorará	10.7%	3.3%
Crecimiento PIB Real en los EUA durante 2003					
Encuesta Banxico	2.7%	2.4%	I Trim. Promedio Corredurías ^{5/}	2.2%	1.8%
Consensus Forecasts ^{2/}	2.7%	2.3%	II Trim. Promedio Corredurías ^{5/}	3.2%	1.7%
Promedio Corredurías ^{4/}	2.6%	2.3%	III Trim. Promedio Corredurías ^{5/}	3.7%	3.5%
			IV Trim. Promedio Corredurías ^{5/}	3.6%	3.5%

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/ Consensus Forecasts del 13 de enero y 7 de abril de 2003.

3/ Los futuros del tipo de cambio corresponden al 31 de diciembre de 2002 y al 31 de marzo de 2003.

4/ Promedio de los pronósticos de las corredurías de Deutsche Bank, Goldman Sachs y JP Morgan.

5/ Variación trimestral anualizada.

6/ El precio de la mezcla mexicana de petróleo se obtiene a partir de la diferencia entre las cotizaciones a futuro del precio internacional del petróleo WTI (31 de abril de 2003) y el precio de la mezcla mexicana en esa misma fecha.

En la encuesta de marzo los indicadores sobre el clima de los negocios y el nivel de confianza mostraron un menor optimismo que el captado en la de diciembre de 2002. Así, 56.7 por ciento de los analistas consultados expresó que durante el próximo semestre el ambiente de los negocios mejorará, 40 por ciento mencionó que se mantendrá sin cambio y el resto opinó que se deteriorará.

Los consultores señalaron en la encuesta de marzo que los principales factores que podrían obstaculizar durante los próximos seis meses el ritmo de la actividad económica en México son los siguientes: la debilidad de los mercados externos y de la economía mundial (con 28 por ciento de las respuestas); la inestabilidad política internacional (17 por ciento); la falta de cambios estructurales en el país (13 por ciento); la debilidad del mercado interno y la incertidumbre acerca de la situación económica interna (9 por ciento cada uno de esos dos factores); la inestabilidad

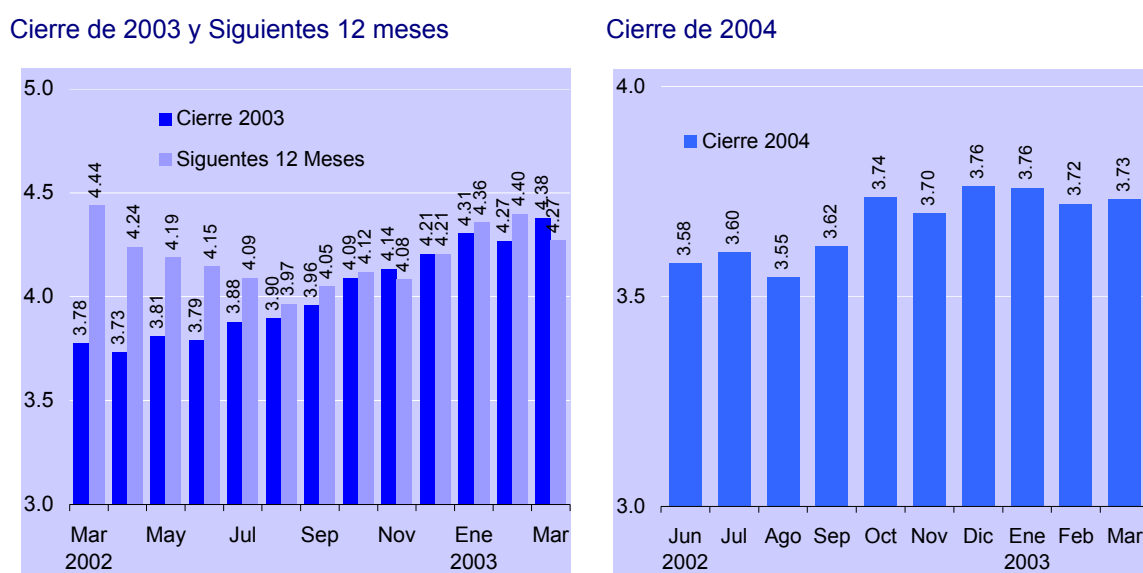
financiera internacional; y la incertidumbre política interna (7 por ciento cada uno).

IV.2. Expectativas sobre la Inflación

Los pronósticos de los analistas respecto a la inflación mensual del INPC en abril, mayo y junio de 2003 se ubicaron, respectivamente, en 0.36, 0.24 y 0.29 por ciento.

La predicción relativa a la inflación general anual para el cierre de 2003 se incrementó de 4.21 por ciento en diciembre a 4.38 por ciento en marzo. Por otra parte, los consultores revisaron al alza su pronóstico de la inflación subyacente anual para el cierre de 2003, de 3.48 por ciento en diciembre a 3.74 por ciento en marzo. La inflación general esperada para los siguientes doce meses se modificó de 4.21 por ciento en diciembre a 4.27 por ciento en marzo. Por último, el pronóstico para la inflación general al cierre de 2004 se redujo ligeramente, de 3.76 en diciembre a 3.73 por ciento en marzo (Gráfica 21). Cabe destacar que al momento de publicar este Informe las expectativas relativas a la inflación del INPC para 2003 todavía se encontraban por encima del límite superior del intervalo de variabilidad alrededor de la meta para ese año.

Gráfica 21 Evolución de las Expectativas de Inflación
Variación anual en por ciento



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

V. Balance de Riesgos

La evolución de la economía mexicana en el primer trimestre de 2003 fue determinada en lo principal por la influencia de dos factores: la fragilidad que continuó mostrando la recuperación económica de los Estados Unidos y la lenta expansión de la demanda interna, en particular del sector privado.

Las perspectivas menos optimistas en cuanto al crecimiento de la economía de los Estados Unidos han llevado a la revisión de los supuestos en que se sustenta el escenario base del análisis del Banco de México. Las modificaciones resultantes de dicho ejercicio fueron las siguientes:

- (a) El pronóstico sobre el crecimiento anual promedio del PIB de los Estados Unidos disminuyó de 2.7 a 2.3 por ciento. Asimismo, y más significativo, la previsión sobre el incremento anual promedio de la producción industrial en ese país se redujo de 2.4 a 1.4 por ciento;
- (b) Debido al alto grado de incertidumbre a que está sujeta la evolución del precio del petróleo en 2003 y a que se anticipa que una vez concluido el conflicto bélico dicho precio tenga reducciones importantes, el Banco de México considera pertinente conservar el supuesto sobre el precio promedio de la mezcla mexicana en 17 dólares por barril; y
- (c) Hasta el momento no se ha alterado la previsión sobre las condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales. Por ello, se supone que en lo que resta de 2003 se enfrentarán condiciones similares a las prevalecientes durante el primer trimestre.

Con base en lo anterior y en la información disponible sobre la marcha de la economía mexicana, se realizó un ejercicio de pronóstico para 2003 de las principales variables macroeconómicas. Los resultados más importantes se detallan a continuación.

Crecimiento Económico. El pronóstico sobre el crecimiento anual promedio del PIB real en 2003 se modificó a la baja, de 3 a 2.4 por ciento. Ello se fundamenta básicamente en la debilidad que muestra la actividad económica de los Estados

Unidos y del resto del mundo, así como en los magros resultados que apuntan los indicadores relativos a la actividad económica en México (Recuadro 3).

Recuadro 3

Revisión del Pronóstico del PIB de México para 2003

La modificación del pronóstico de crecimiento del PIB de México para 2003 se sustenta en las siguientes razones:

- a) Como se ha mencionado en este Informe, las perspectivas relativas al crecimiento de la economía de los Estados Unidos en 2003 se han revisado de manera significativa a la baja en los últimos meses. Adicionalmente, los pronósticos de expansión de la economía global disminuyeron notablemente.

Cuadro 1
Revisión de las Expectativas de Crecimiento del PIB Real en 2003

	OECD ^{1/}		FMI ^{2/}		CF ^{3/}	
	dic. 02	abr. 03	sep. 02	abr. 03	ene. 03	abr. 03
Estados Unidos	2.6	2.5	2.6	2.2	2.7	2.3
Canadá	3.1	2.8	3.4	2.8	3.2	2.9
Unión Europea	1.9	1.3	2.3	1.3	1.6	1.3
Reino Unido	2.2	2.3	2.4	2.0	2.3	1.9
Zona Euro	1.8	1.1	2.3	1.1	1.4	1.0
Alemania	1.5	0.5	2.0	0.5	0.9	0.5
Francia	1.9	1.3	2.3	1.2	1.6	1.2
Italia	1.5	1.0	2.3	1.1	1.4	1.2
Japón	0.8	0.8	1.1	0.8	0.4	0.8
Latinoamérica	---	---	3.0	1.5	3.9	1.4

1/ OECD, EPC, diciembre de 2002 y abril de 2003.
2/ FMI, World Economic Outlook, septiembre de 2002 y abril de 2003.
3/ Promedio de los pronósticos de los analistas encuestados por Consensus Forecasts, enero 12 y abril 7 de 2003. Para América Latina se anotan los pronósticos del Latin American Consensus Forecast de diciembre 16 de 2002 y 14 de abril 2003.

- b) Si bien en el cuarto trimestre de 2002 el incremento anual del PIB real de México (1.9 por ciento) resultó prácticamente igual al previsto por el Banco de México (2 por ciento), dicha expansión se debió en parte a un mayor estímulo proveniente de la inversión pública y a una elevada acumulación de inventarios respecto

de las estimaciones que se tenían al inicio del año. Esto último sugiere que en el cuarto trimestre del año pasado, la demanda agregada perdió fortaleza con relación a la producción. En particular, en ese periodo el consumo privado se desaceleró, la inversión privada sufrió una contracción y el aumento de las exportaciones se moderó.

- c) En los meses transcurridos de 2003 ha persistido la debilidad del gasto de inversión, especialmente de las importaciones de bienes de capital. Estas últimas se han contraído a tasa anual. Por otra parte, el aumento de las exportaciones no petroleras ha sido relativamente reducido. Finalmente, la generación de empleos en el sector formal ha resultado modesta y ello podría limitar la reactivación del consumo.

Con base en las consideraciones anteriores y en un ejercicio de pronóstico mediante modelos econométricos, el Banco de México ha modificado su estimación de crecimiento anual promedio del PIB real para 2003 a 2.4 por ciento.

Cuadro 2
Revisión del Pronóstico de Crecimiento del PIB Real de México para 2003
Variación real anual en por ciento

	Ene. 03	Abr. 03	Dif.
PIB de México	3.00	2.40	-0.60
Supuestos:			
PIB de los Estados Unidos	2.70	2.30	-0.40
Producción Industrial de los Estados Unidos	2.40	1.40	-1.00
Precio de la Mezcla Mexicana de Exportación ^{1/}	17.00	17.00	0.00

^{1/} Dólares por barril.

Es de señalarse que la tasa de incremento anual del PIB en el primer trimestre de 2003 mostrará un sesgo al alza por el hecho de que en 2002 la Semana Santa ocurrió en marzo y en el presente año tiene lugar en abril. Así, tomando en cuenta dicho efecto, se estima que la tasa de expansión anual del PIB real en el primer trimestre se ubique en aproximadamente 2.6 por ciento. Asimismo, es previsible que en el segundo trimestre se observe el

efecto contrario, debido a que dicho periodo contará con menos días laborables que en 2002.

Para el resto del año, se prevé que una vez que se restablezca la estabilidad geopolítica y que se consolide la recuperación de la economía de los Estados Unidos, los sectores exportador e industrial brindarían el impulso inicial para la reactivación de las actividades productivas en México. Ello, en virtud de que México no enfrenta desequilibrios macroeconómicos que sea necesario corregir antes de que la economía pueda empezar a crecer a un ritmo más rápido. Por tanto, es probable que el estímulo externo se produzca seguido por una expansión del gasto en consumo e inversión del sector privado. Así, el pronóstico es que para la segunda mitad del año la tasa de incremento anual del PIB sea, en promedio, cercana a 3 por ciento.

Empleo: Debido a la revisión a la baja que se ha hecho del pronóstico de crecimiento para el PIB y a que la disminución que han registrado los incrementos salariales contractuales es todavía moderada, se estima que en el presente año el número de empleos que se crearán será inferior al previsto en el anterior Informe sobre la Inflación. En lo específico, se anticipa que entre el final de 2002 y diciembre de 2003 se generarán en el sector formal de la economía alrededor de 250 mil empleos.

Cuenta Corriente: En cuanto al nivel en el que cerrará el déficit de la cuenta corriente, medido como proporción del PIB, se estima que se mantenga alrededor de 3 por ciento.

Inflación: La trayectoria que ha mostrado la inflación en los primeros meses del año, medida por los diferentes índices de precios, ha resultado congruente en lo general con el escenario base del Banco de México descrito en el Programa Monetario para 2003. Por lo anterior, es previsible que, en ausencia de incrementos desproporcionados e imprevistos de los subíndices no subyacentes en lo que resta del año, la inflación general muestre una tendencia a la convergencia tanto hacia la inflación subyacente como hacia la meta establecida para el cierre del año.

Respecto al comportamiento de los subíndices subyacentes de las mercancías y de los servicios, se prevé que, debido a los bajos niveles que ya ha alcanzado, el primero continúe mostrando cierta estabilidad a lo largo del año, mientras que el segundo disminuya sin mayor interrupción.

Como se explicó en su momento en el Programa Monetario para 2003, en el escenario base del Banco de México se

incorporó un pronóstico de la inflación para los precios administrados y concertados de 3.5 por ciento. Dicha estimación se derivó de la consideración de los aumentos de los precios públicos anunciados por la SHCP y que están incluidos en el INPC. Por otra parte, en lo que respecta a la inflación de los precios agropecuarios, la previsión es que en 2003, experimente un descenso moderado y que éste se manifieste a lo largo del segundo trimestre.

El escenario base descrito se encuentra sujeto a un muy alto grado de incertidumbre, por causas de índole tanto externa como interna. Entre los riesgos de carácter externo destaca la fragilidad de la reactivación de la economía estadounidense, la cual podría incluso resultar más débil de lo que se anticipa. Ello podría responder a diversas causas, entre las cuales cabe mencionar las siguientes:

- (a) La prolongación de la incertidumbre geopolítica debido a la permanencia, e incluso recrudecimiento, del peligro de terrorismo y a la ampliación de las tensiones bélicas hacia otros países. El efecto podría ser un aplazamiento del gasto en inversión por parte de las empresas, además de una incidencia negativa sobre el desempeño de los mercados financieros;
- (b) La persistencia de precios elevados del petróleo, causada por la incertidumbre geopolítica en el Medio Oriente y por las dificultades que pueden enfrentar otros países productores del energético. Sin embargo, en el trimestre reportado se atenuaron los riesgos de que los precios del petróleo se mantuviesen altos. Lo anterior, debido a la debilidad de la economía global y a que ha disminuido el temor relativo a un daño de las instalaciones petroleras en Irak; y
- (c) Una mayor pérdida de confianza de los consumidores que conlleve una reducción de su gasto. La desconfianza podría exacerbarse por un deterioro de la situación en los mercados laborales o por menores estímulos fiscales en el mediano plazo debido a los costos de la guerra en Irak.

La inestabilidad del entorno internacional, la desaceleración de las economías a nivel global y el elevado déficit de la cuenta corriente de los Estados Unidos -en combinación con ciertos factores internos que se abordan adelante- podrían dar lugar a una reducción de los flujos de capital hacia México.

No es claro el efecto sobre la inflación en México que podría tener una recuperación más lenta que la prevista de la economía estadounidense. Por una parte, ello debilitaría las presiones inflacionarias susceptibles de derivarse de una demanda agregada más robusta. Por otra, ese escenario podría dar lugar a una ampliación del déficit comercial que, de materializarse, presionaría las cuentas de México con el exterior y se traduciría en una depreciación del tipo de cambio. Esto último, podría incidir negativamente sobre la inflación. Dicha eventualidad se presentaría si resurgiese el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios internos, o bien si aumentara la probabilidad de que ello ocurriera, llevando a un deterioro de las expectativas inflacionarias.

Asimismo, el escenario base que plantea el Banco de México también podría verse alterado por perturbaciones de índole interna. Entre éstas, las que tendrían una incidencia directa sobre la inflación son las siguientes:

- (a) Un incremento imprevisto de las cotizaciones de los bienes y servicios con precios administrados y concertados incongruente con el objetivo de inflación; y
- (b) Una interrupción de la trayectoria descendente de la inflación subyacente de los servicios por la moderación insuficiente de los incrementos de los salarios.

Por otra parte, al igual que en el caso de la economía estadounidense, existe el riesgo de que la recuperación de la economía de México sea más frágil que la prevista y que el mercado laboral continúe estancado. Ambos fenómenos tendrían como consecuencia mitigar las presiones inflacionarias.

En el siguiente trimestre, los eventos electorales programados podrían limitar la formación de los consensos políticos necesarios para avanzar las reformas estructurales aún pendientes. Ello tendría una repercusión adversa sobre la rentabilidad esperada de la inversión y, por ende, sobre la inversión misma. Como es obvio, de ocurrir lo anterior disminuiría la capacidad productiva de largo plazo del país. Además, la vulnerabilidad de las finanzas públicas implica un elemento de riesgo de mediano plazo para el logro de un entorno de inflación baja y estable. En el futuro, ambos factores podrían redundar en márgenes de maniobra más estrechos de las políticas fiscal y monetaria para contrarrestar perturbaciones desestabilizadoras provenientes del exterior.

En el mediano plazo, es probable que el crecimiento global sea menos robusto que el observado en la década anterior. Esto obligará a modificar las bases sobre las que se ha fincado el desarrollo de México en los últimos años, fortaleciendo las fuentes internas de crecimiento. Para ello será necesario elevar la competitividad de la economía, lo que a su vez depende del robustecimiento del marco macroeconómico y del avance en las reformas estructurales, que lleven a una mayor eficacia institucional y a una mayor eficiencia y flexibilidad de la economía.

El balance de los riesgos externos e internos que pueden afectar el escenario base es mixto. Existe un sesgo hacia una mayor debilidad en la economía mundial, lo cual tendería a reducir las presiones inflacionarias de mediano plazo. Sin embargo, las expectativas de inflación que mantienen los analistas privados y las implícitas en los salarios contractuales se encuentran por arriba de la meta de inflación para este año. Como ya se señaló, los aumentos que se han otorgado a los salarios no corresponden a las condiciones prevalecientes en el mercado laboral. Lo elevado de las revisiones salariales, aun cuando se han moderado, ha inhibido la creación de empleos y el descenso más rápido de la inflación. Por tanto, la Junta de Gobierno del Banco de México continuará evaluando el desenvolvimiento de las distintas variables susceptibles de afectar el curso de la inflación, a fin de aplicar de manera oportuna las acciones de política monetaria que sean necesarias para alcanzar el objetivo de inflación propuesto.