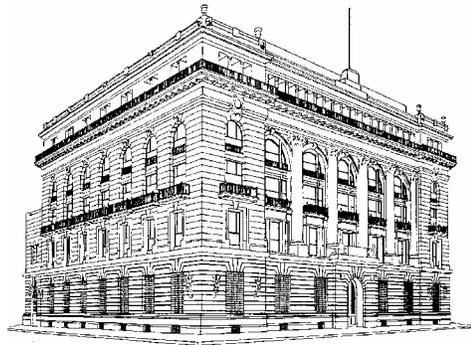


Informe sobre la
Inflación
Octubre – Diciembre 2003
y
Programa Monetario
para 2004



ENERO, 2004

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÚÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB

ADVERTENCIA

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

INDICE

I. Introducción	1
II. Informe sobre la Inflación Octubre-Diciembre 2003	4
II.1. Evolución Reciente de la Inflación	4
II.2. Evolución de los distintos Indicadores de Inflación	5
II.2.1. Inflación Anual	5
II.2.2. Inflación Mensual	8
II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor	9
II.3. Principales Determinantes de la Inflación	9
II.3.1. Entorno Externo	9
II.3.2. Precio del Petróleo	10
II.3.3. Evolución de la Economía de los Estados Unidos	10
II.3.4. Evolución de la Economía del Resto del Mundo	16
II.3.5. Remuneraciones, Salarios y Empleo	18
II.3.6. Oferta y Demanda Agregadas	23
II.3.7. Balanza de Pagos, Flujos de Capital y Tipo de Cambio	29
II.4. La Política Monetaria Durante el Cuarto Trimestre de 2003	33
II.4.1. Acciones de Política Monetaria	33
II.5. Agregados Monetarios y Crediticios	36
II.5.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales Netos	36
II.5.2. Agregados Monetarios y Financiamiento	38
III. Perspectivas del Sector Privado	41
III.1. Pronóstico sobre la Actividad Económica y sobre Otras Variables que Influyen en la Inflación	41
III.2. Expectativas sobre la Inflación	42
IV. Programa Monetario para 2004	44
IV.1. Elementos del Programa Monetario	44
IV.1.1. Objetivo del Programa Monetario	44
IV.1.2. Decisiones de Política Monetaria	44

IV.1.3. Instrumentación de la Política Monetaria	45
IV.1.4. Política de Comunicación con el Público	47
IV.2. Perspectivas para el Año 2004 y Balance de Riesgos	44
IV.2.1. Entorno Externo	47
IV.2.2. Evolución Prevista para las Principales Variables Macroeconómicas en 2004	49
IV.2.3. Balance de Riesgos	52
V. Consideraciones Finales	54

I. Introducción

Durante el cuarto trimestre de 2003, el entorno global en el que se desempeña la economía mexicana continuó con la tendencia favorable observada en meses anteriores. La economía estadounidense, después del vigoroso crecimiento del tercer trimestre, prosiguió su expansión en el cuarto, aunque a un ritmo más moderado. Dicho crecimiento resultó más balanceado, tanto en los componentes del gasto como en la estructura sectorial de la producción. En particular, el gasto de inversión no residencial, que había permanecido relativamente rezagado con relación a la evolución del consumo y de la inversión residencial, ya mostró señales de reactivación. Por el lado sectorial, la producción manufacturera finalmente retomó su expansión, extendiéndose a un número cada vez mayor de ramas productivas, lo cual es de gran importancia por sus implicaciones para la economía mexicana. Al estar consolidándose la fase de expansión en Estados Unidos, también han comenzado a presentarse señales de reactivación en el mercado laboral, si bien todavía incipientes. Asimismo, en la mayor parte del resto del mundo, se experimentó una mejoría en el ritmo de crecimiento económico, mientras que el precio del petróleo mantuvo su cotización relativamente elevada.

La información disponible sugiere que la economía mexicana también registró una reactivación durante el cuarto trimestre de 2003. La evolución de las exportaciones no petroleras y de las importaciones totales implican una mayor actividad económica hacia el cierre del año. Tal panorama parece confirmarse con los incrementos significativos que mostró la producción manufacturera (a tasa mensual) en octubre y noviembre, reflejando la mejoría cíclica de su contraparte estadounidense. Por otra parte, en el trimestre aumentó el número de asegurados en el IMSS (cifras desestacionalizadas), aunque se registró un descenso de diciembre de 2002 a diciembre de 2003 con los datos originales. Por el lado del gasto, la mayor actividad económica provino del gasto de consumo, de la inversión en construcción y de las exportaciones. En contraste, la inversión en maquinaria y equipo continuó mostrando debilidad.

Pese a la mejoría descrita, para 2003 en su conjunto la evolución de la economía nacional fue desfavorable. Al respecto, se estima que el PIB haya crecido a una tasa alrededor de 1.2 por ciento.

La inflación se ubicó en 3.98 por ciento al final de 2003, solamente dos centésimas debajo del límite superior del intervalo de variabilidad de más/menos 1 por ciento establecido alrededor del objetivo puntual de inflación de 3 por ciento. Si bien la inflación subyacente continuó dentro de dicho intervalo, su contribución a la desinflación del INPC fue cada vez menor a lo largo del año y, de hecho, registró un incremento en el último trimestre. El componente de mercancías de la inflación subyacente registró una tendencia alcista durante el cuarto trimestre de 2003, la cual fue reflejo principalmente del impacto del incremento en los precios internacionales de algunas materias primas sobre los alimentos y también del alza en el tipo de cambio. La inflación subyacente de servicios siguió descendiendo a lo largo de 2003, pero dicha disminución provino de los precios de la vivienda, ya que la variación anual de los precios del resto de los servicios mostró una trayectoria horizontal (con un ligero incremento en el último trimestre) influenciada por la inercia salarial. De esta forma, el logro en materia inflacionaria durante 2003 se debió en gran medida a la contribución del componente no subyacente. Al respecto, la variación de los precios agropecuarios registró un descenso importante en términos generales en el año; el incremento de los precios administrados y concertados tuvo una marcada trayectoria descendente; y, los precios de la educación presentaron una moderada reducción en su variación anual.

Dado el contexto anterior y la tendencia gradual de la inflación hacia su meta, el Banco de México mantuvo sin cambio el “corto” durante el trimestre. A esta decisión también contribuyó el hecho de que las expectativas de inflación, tanto para el corto como para el largo plazo, se hayan mantenido relativamente estables, si bien todavía por encima de la meta. A pesar del ligero incremento de las tasas de interés de corto plazo hacia finales del cuarto trimestre de 2003, la curva de rendimiento continúa en niveles históricamente reducidos. La evolución de las tasas de interés, particularmente en sus plazos más largos, obedece a elementos tanto de carácter coyuntural como estructural. Respecto a los primeros, las menores tasas corresponden a la parte baja del ciclo económico, donde la menor rentabilidad del capital suele disminuir la demanda de fondos prestables. En cuanto a los factores estructurales, destaca el avance hacia una inflación baja y estable, la cual tiende a reducir permanentemente las tasas de interés, dado el menor riesgo inflacionario implícito.

Para el 2004 se anticipa que se consolide la recuperación de la economía mexicana, mostrando un crecimiento sustancialmente mayor al de 2003, aunque aún por debajo del potencial. Por tanto, dada la holgura que se percibe tanto en el

mercado laboral como en la capacidad instalada, no se esperaría que la oferta agregada tuviera problemas para satisfacer la mayor demanda agregada, al menos en el corto plazo. En este contexto, por un lado, se mantiene la estimación del último informe de un crecimiento anual del PIB de entre 3.0 y 3.5 por ciento para 2004. Por el otro, no se prevé que surjan presiones inflacionarias de importancia provenientes de la expansión del gasto agregado.

El escenario descrito debe evaluarse tanto en términos de lo que implica para la evolución económica, como por los riesgos externos e internos asociados. Al respecto, es previsible que la reactivación económica en México durante 2004 sea eminentemente cíclica y, ligada a circunstancias externas que podrían modificarse. Por ello, no deben desestimarse las inercias y rezagos de carácter secular que la economía mexicana no ha podido superar. En dicho contexto, vale la pena recordar el diagnóstico que ha venido haciendo el Banco de México desde hace tiempo. Las exportaciones mexicanas han venido perdiendo competitividad en los mercados globales, como lo muestra su menor participación en las importaciones estadounidenses, pese al acceso preferencial que nos brinda el Tratado de Libre Comercio de América del Norte. Asimismo, a pesar de la recuperación esperada, la tasa de crecimiento del PIB será inferior a la potencial, e insuficiente para combatir con eficacia la pobreza y sentar las bases para un desarrollo sostenible. En este sentido, resulta muy preocupante, por mencionar sólo un ejemplo, la debilidad que ha mostrado la formación bruta de capital fijo en los últimos tres años. Esta debilidad es atribuible, en parte, a la falta de reformas estructurales y de otras medidas para estimular certidumbre y eficiencia económica que promuevan la rentabilidad de los proyectos de inversión.

En cuanto al panorama inflacionario para 2004, se prevé una reducción de la inflación general hacia diciembre. Esta evolución está en línea con una convergencia de la inflación hacia la meta establecida. No obstante, el cierre observado en 2003 deja a la inflación general en una situación en la cual durante algunos meses podrían observarse inflaciones a tasa anual por encima del 4 por ciento, especialmente durante el invierno y el verano. Ello debido a choques de oferta de carácter transitorio, que se anticipa afectarían el componente no subyacente del INPC. En tales circunstancias, el Banco de México estará vigilante y, en su caso, tomará las acciones necesarias para que no se contaminen las expectativas de inflación, y para que se mantenga en consecuencia la tendencia descendente de la inflación hacia la meta de 3 por ciento.

II. Informe sobre la Inflación Octubre-Diciembre 2003

II.1. Evolución Reciente de la Inflación

Al cierre del cuarto trimestre de 2003 la inflación anual registró un nivel de 3.98 por ciento, inferior a las observadas tanto al término del trimestre anterior (4.04 por ciento) como en el mismo periodo de 2002 (5.70 por ciento). Dicho resultado se ubicó dos centésimas debajo del límite superior del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual, establecido alrededor de la meta puntual de 3 por ciento.

El resultado anterior puede explicarse en lo principal por la reducción que experimentó en el periodo la inflación no subyacente, ya que la subyacente presentó un repunte de 0.15 puntos porcentuales. Destacan los siguientes puntos:

- (a) La inflación subyacente anual aumentó debido a que la elevación de la de las mercancías no alcanzó a ser compensada por la desaceleración que mostró la de los servicios.
- (b) La inflación subyacente de las mercancías continuó una tendencia alcista que se inició desde el último trimestre de 2002, si bien se acentuó durante el trimestre debido al encarecimiento de los alimentos.
- (c) La inflación subyacente de los servicios disminuyó ligeramente, debido a que la menor tasa observada en los genéricos de la vivienda, alcanzó a compensar el incremento que experimentaron el resto de los rubros que integran el subíndice.
- (d) La inflación no subyacente continuó en la trayectoria descendente mostrada desde el segundo trimestre de 2003. Esa tendencia fue respaldada por disminuciones en las cotizaciones de los subíndices agropecuario y de bienes y servicios administrados y concertados.
- (e) La inflación de los productos agropecuarios disminuyó debido al comportamiento favorable que tuvieron los precios de las frutas y verduras, que terminaron el año con

un decremento anual de 2.36 por ciento. En contraste, aumentaron las cotizaciones de las carnes y del huevo, influidas por los incrementos significativos que registraron sus precios en los mercados internacionales.

- (f) El crecimiento anual del Índice Nacional de Precios Productor sin petróleo y sin servicios resultó mayor que al cierre del trimestre anterior (6.24 vs. 5.62 por ciento). Los precios de mayor incidencia sobre el comportamiento de este índice durante el trimestre analizado fueron los de electricidad, gas, alimentos, bebidas y tabaco.

II.2. Evolución de los distintos Indicadores de Inflación

II.2.1. Inflación Anual

En diciembre de 2003 la inflación anual del INPC resultó de 3.98 por ciento. Durante el último trimestre la inflación subyacente anual aumentó 0.15 puntos porcentuales (ponderación de 69.6 por ciento en el INPC) y la no subyacente se redujo en 0.57 puntos (ponderación de 30.4 por ciento) (Gráfica 1). Dentro del primer grupo destaca el incremento (por quinto mes consecutivo) de los precios de las mercancías subyacentes, si bien partiendo de un nivel relativamente bajo; y, dentro del segundo, la desaceleración que mostró el crecimiento de las cotizaciones de las frutas y verduras. Cabe señalar que la diferencia entre la inflación general y la subyacente pasó de 1.93 puntos porcentuales a finales de 2002 a 0.32 puntos en diciembre de 2003.

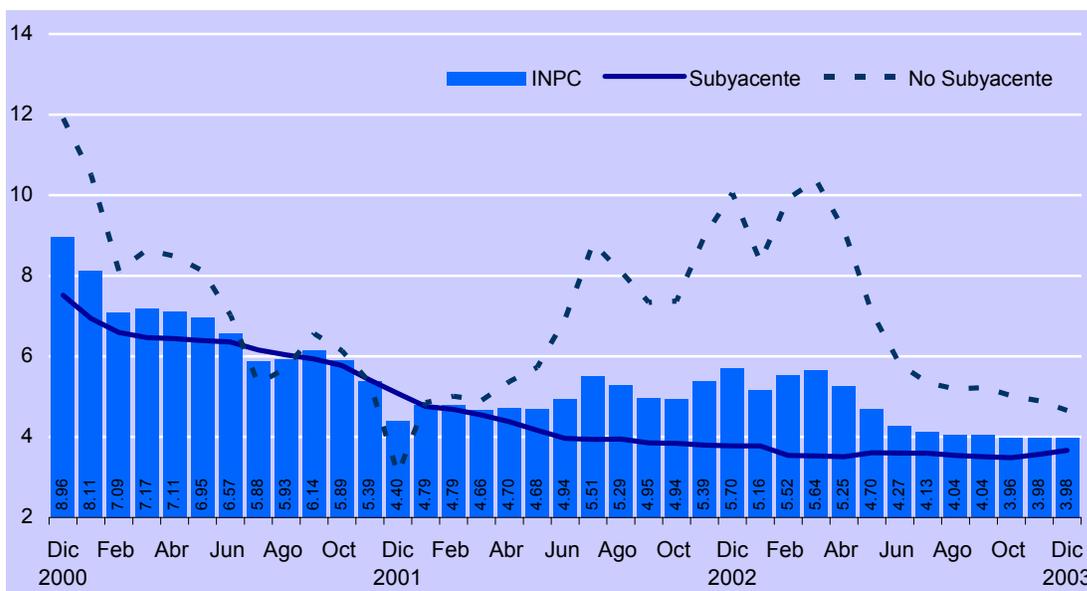
Cuadro 1 **Indices de Precios: INPC, Subyacente y No Subyacente**
Por ciento

	Variaciones Anuales			Variaciones Trimestrales		
	Dic-2002/ Dic-2001	Sep-2003/ Sep-2002	Dic-2003/ Dic-2002	Dic-2002/ Sep-2002	Sep-2003/ Jun-2003	Dic-2003/ Sep-2003
	INPC	5.70	4.04	3.98	1.69	1.04
Subyacente	3.77	3.51	3.66	0.71	0.54	0.87
Mercancías	1.95	2.27	2.62	0.55	0.27	0.90
Servicios	6.23	4.91	4.84	0.89	0.84	0.83
No Subyacente	10.05	5.23	4.66	3.90	2.17	3.34
Agropecuarios	8.65	5.47	3.65	6.22	1.63	4.39
Frutas y Verduras	22.23	6.36	-2.36	14.22	3.67	4.85
Resto de Agropecuarios	-0.10	4.86	8.34	0.72	0.25	4.06
Educación	10.04	8.57	8.59	0.00	7.03	0.03
Administrados y Concertados	10.96	4.02	3.91	4.07	0.88	3.96
Administrados	16.84	6.47	6.11	8.46	1.48	8.09
Concertados	6.12	1.96	1.90	0.39	0.35	0.33

Gráfica 1

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

Variación anual en por ciento



La tasa de crecimiento anual del subíndice subyacente de las mercancías aumentó en los cuatro trimestres del año, para cerrar en 2.62 por ciento. En particular, la inflación acumulada por este rubro en el cuarto trimestre resultó de 0.90 por ciento, debido a incrementos de 1.75 por ciento de los precios de los alimentos y de 0.33 por ciento del resto de las mercancías. En general, los precios de las mercancías pueden verse afectados por las cotizaciones internacionales de las materias primas empleadas en su elaboración y por el tipo de cambio. Por lo que toca a los alimentos, resulta conveniente resaltar que los precios de seis productos de consumo cotidiano explican 70.3 por ciento de la inflación acumulada por ese rubro en el trimestre.¹ Dichos precios fueron impactados por los incrementos que han sufrido las cotizaciones de algunas de sus materias primas.² El efecto anterior se vio reforzado por la depreciación del tipo de cambio, que alcanzó 4.09 y 3.11 por ciento en el tercero y cuarto trimestres del año, respectivamente. Esto último también ha afectado a los precios de otras mercancías. Tan sólo el comportamiento del genérico automóviles, el cual tiene un elevado componente importado, explica el 41 por ciento de la inflación acumulada en el trimestre por las mercancías distintas a

¹ Los referidos productos en orden de importancia por su incidencia en la inflación registrada en el cuarto trimestre son: leche, tortilla de maíz, pan dulce, azúcar, aceites y grasas comestibles y pan blanco.

² El grupo de precios al productor para todas las materias primas ("commodities") en los Estados Unidos, expresado en pesos, se incrementó a una tasa anual promedio de 17.85 por ciento en 2003.

los alimentos. Al respecto, en los últimos años se ha reducido significativamente el coeficiente que mide el impacto del tipo de cambio sobre los precios. Sin embargo, la mayor depreciación por sí sola en los últimos dos trimestres del año (aun con un coeficiente de traspaso reducido) está incidiendo, aunque de manera moderada, en el subíndice de las mercancías subyacentes.

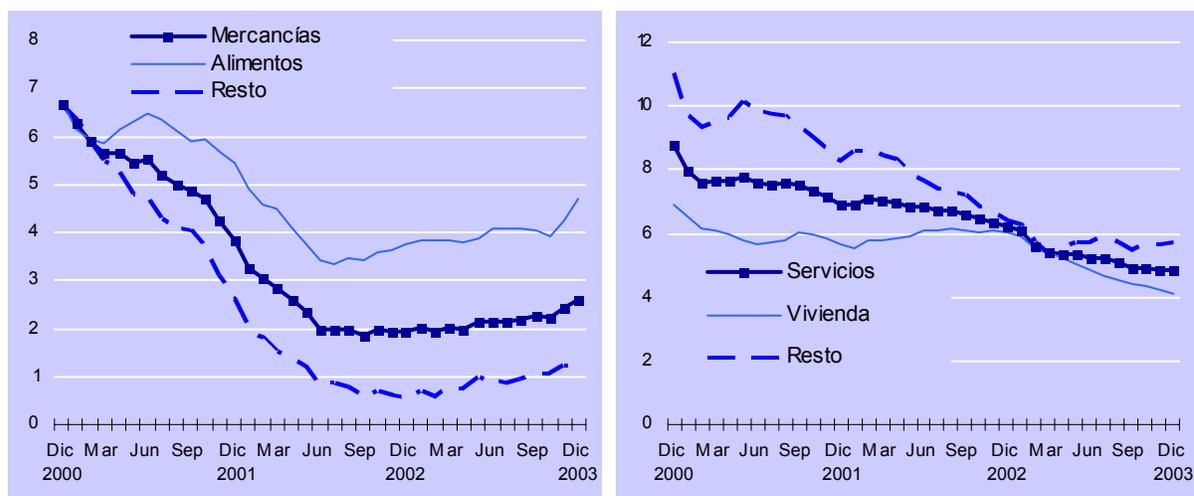
La tasa de crecimiento anual del subíndice subyacente de los servicios presentó en el periodo una ligera disminución con relación a su nivel de cierre del tercer trimestre del año. Ello se explica por la favorable evolución que tuvo el subíndice de la vivienda y un aumento de los precios del resto de los servicios. Los genéricos que componen el subíndice de la vivienda (rentas y del costo de uso de la vivienda) se han reducido por la combinación de diversos factores, entre los cuales destacan: i) mayor disponibilidad de crédito para adquisición de casas-habitación; ii) menores tasas de interés; y, iii) mayor gasto en obra pública orientada a la construcción de vivienda. Todo ello ha coadyuvado a la generación de una mayor oferta de vivienda y a que las familias tengan un acceso a ésta en mejores condiciones. En cuanto al resto de los servicios, si bien su tasa de crecimiento disminuyó en el año, en el último trimestre tuvo un ligero incremento pasando de 5.49 a 5.72 por ciento. Este resultado pudo ser afectado por las revisiones salariales, las cuales a lo largo del año no alcanzaron un nivel acorde con la situación de lasitud que ha dominado el mercado laboral.

Por lo que respecta a la inflación no subyacente, los subíndices cuyas tasas de variación mostraron la mayor moderación en el trimestre fueron los de frutas y verduras y de los bienes y servicios con precios administrados. En el primer caso, en el último trimestre de 2002 se tuvo una tasa extraordinariamente elevada (de 14.22 por ciento), que condujo a que el subíndice cerrara en diciembre de ese año con un crecimiento de sus cotizaciones de 22.23 por ciento a tasa anual. En contraste, 2003 fue un mejor año agrícola, lo que dio lugar a la reducción en las cotizaciones de dichos perecederos, que al cierre de diciembre alcanzaron una variación anual de -2.36 por ciento.

Una situación similar ocurrió en el caso de las cotizaciones de los genéricos gas LP y electricidad, pertenecientes al subíndice de bienes con precios administrados. En el último trimestre de 2002 la cotización del gas LP aumentó 10.48 por ciento, y las tarifas eléctricas se vieron afectadas por el aumento estacional derivado de la eliminación de subsidios que se determinó al inicio de ese año. En contraste, en 2003 la trayectoria de los

precios de los energéticos mencionados estuvo más en línea con la meta de inflación del Banco de México.³

Gráfica 2 Índice Subyacente de las Mercancías y de los Servicios
Variación anual en por ciento



II.2.2. Inflación Mensual

Con excepción de noviembre, las inflaciones mensuales observadas en el trimestre resultaron similares a las pronosticadas por los especialistas del sector privado. En dicho mes, el dato resultó mayor debido a que en las estimaciones posiblemente no se incorporó el impacto alcista del fin del mayor subsidio para las tarifas eléctricas de temporada cálida, que se otorgó a ciertas ciudades del noroeste del país.

Cuadro 2 Inflación Mensual Observada y Esperada
Por ciento

Mes	2002			2003		
	Observada		Esperada ^{1/}	Observada		Esperada ^{1/}
	Subyacente	INPC	INPC	Subyacente	INPC	INPC
Octubre	0.27	0.44	0.29	0.24	0.37	0.37
Noviembre	0.22	0.81	0.34	0.30	0.83	0.56
Diciembre	0.23	0.44	0.42	0.32	0.43	0.50

^{1/} Inflación esperada al final del trimestre previo según la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas del Sector Privado que recaba el Banco de México.

³ El único bien administrado cuya tasa de inflación anual resultó mayor en 2003 que en 2002 fue la gasolina. Ello se explica porque a raíz de la flexibilización de sus precios en la zona fronteriza del país en el último trimestre de 2002, se indujo un ajuste significativo a la baja que no se repitió en 2003.

En el trimestre, la inflación mensual general mostró una ligera reducción con relación a los resultados del periodo comparable de 2002. Por su parte, la variación mensual promedio del subíndice de precios subyacente resultó de 0.29 por ciento, comparada con una de 0.24 por ciento en el mismo lapso de 2002. Dicho incremento se debe a aumentos en los distintos grupos de las mercancías subyacentes. Por su parte, en los servicios subyacentes las mayores elevaciones se observaron en aquellos servicios diferentes a la vivienda.

II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor

Durante los últimos tres meses del año, el INPP registró un aumento en su variación anual alcanzando 6.24 por ciento en diciembre, comparado con 5.62 por ciento al cierre de septiembre. Los principales factores que contribuyeron a la variación del INPP fueron: incrementos de las tarifas de electricidad y gas, y aumentos de los precios de los bienes de la industria de alimentos, bebidas y tabaco (carne de todo tipo, leches envasadas, embutidos, harina de trigo, pan y pastas, aceites y grasas vegetales, y dulces y golosinas). Estos aumentos reflejan la evolución de los precios de algunas materias primas y del tipo de cambio.

II.3. Principales Determinantes de la Inflación

II.3.1. Entorno Externo

Durante el cuarto trimestre de 2003 la recuperación de la economía global continuó consolidándose, en el marco de condiciones financieras propicias. Ello coadyuvó a una recuperación de la confianza, reflejada en el desempeño positivo de los mercados bursátiles. La fortaleza de la recuperación mundial se mantuvo a pesar de los elevados precios del petróleo. En este contexto, la economía mexicana enfrentó un entorno externo favorable. El fortalecimiento de la recuperación en los Estados Unidos comenzó a transmitirse a su sector industrial, lo cual apoya la reactivación de las exportaciones mexicanas. Asimismo, el mayor precio de la mezcla mexicana de petróleo y la disminución en los diferenciales de las tasas de interés de la deuda soberana, influyeron de manera positiva en la economía nacional.

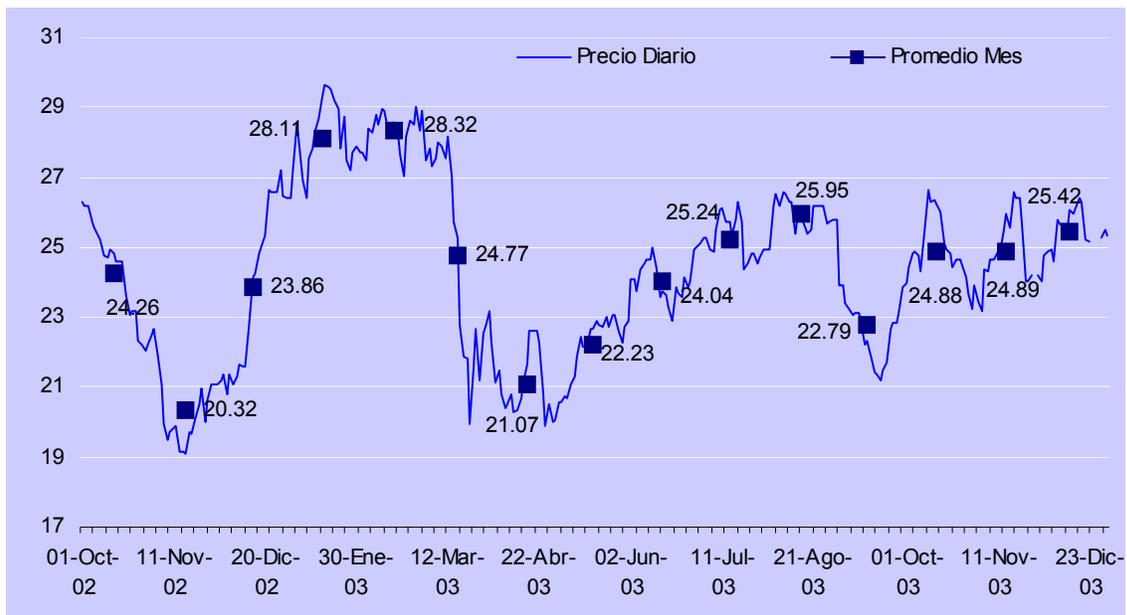
II.3.2. Precio del Petróleo

El precio del petróleo mostró incrementos adicionales en el trimestre octubre-diciembre. El crudo del tipo *West Texas Intermediate* (WTI) registró un promedio de 31.2 dólares por barril, esto es, 91 centavos de dólar superior al observado durante el trimestre anterior. El bajo nivel de los inventarios de petróleo en los Estados Unidos y la crudeza del clima explican en su mayor parte dicho comportamiento. A su vez, el precio promedio de la mezcla mexicana se ubicó en 25.05 dólares durante el cuarto trimestre, lo que representa un aumento de 51 centavos frente al observado en el periodo julio-septiembre.⁴

Gráfica 3

Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo de Exportación

Dólares por barril



Fuente: PMI.

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

En los Estados Unidos, la economía continuó expandiéndose en el cuarto trimestre, aunque a un ritmo más moderado que en el tercero. La cifra de crecimiento del PIB para el periodo julio–septiembre de 2003 (8.2 por ciento, tasa trimestral anualizada), la mayor desde el cuarto trimestre de 1983, excedió en más de dos y medio puntos porcentuales al pronóstico de la mayoría de los analistas. El crecimiento del PIB en este lapso fue

⁴ Para la totalidad de 2003 el precio de la mezcla mexicana promedió 24.76 dólares por barril.

impulsado principalmente por el consumo privado, sustentado a su vez por los estímulos fiscales puestos en práctica durante dicho periodo, y apoyado por una política monetaria laxa. Es importante destacar que por segundo trimestre consecutivo la fortaleza de la recuperación también estuvo respaldada por la inversión no residencial, en particular aquella en equipo y software. Ello constituyó una señal de que la inversión ha comenzado a ser un importante motor en el crecimiento, y de que éste tendrá un carácter más permanente. Tanto el gasto del gobierno como las exportaciones netas contribuyeron también, aunque en menor medida, al crecimiento del PIB en el trimestre.

Durante el periodo octubre-diciembre de 2003, se mantuvieron las condiciones financieras favorables observadas en trimestres anteriores, alentando la expansión de la economía estadounidense. Al respecto, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) dejó inalterada la tasa objetivo de fondos federales en sus mínimos históricos (1 por ciento). Por su parte, las tasas de interés de largo plazo oscilaron alrededor de los valores registrados en el trimestre previo. Adicionalmente, las mejores perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense se reflejaron en incrementos sustanciales en los mercados accionarios.

En el trimestre el dólar continuó, de manera más pronunciada, la tendencia a la depreciación iniciada desde principios de 2002. Así, se depreció 8.0 por ciento respecto al euro y 3.8 por ciento frente al yen (cifras a fin de periodo).⁵ Ello fue influido principalmente por el elevado nivel del déficit en la cuenta corriente. Además, el comunicado emitido por el G7 a finales de septiembre apoyaba una mayor flexibilidad de los tipos de cambio, lo cual dio lugar a una modificación en las expectativas de los mercados en relación a las políticas de intervención de algunos bancos centrales en los mercados cambiarios.⁶

Los distintos rubros del gasto mostraron durante el cuarto trimestre un patrón de comportamiento distinto del observado en el tercero. La disminución del efecto de los incentivos fiscales frenó de manera importante el crecimiento del consumo.⁷ Por otra parte, la persistencia de condiciones financieras favorables estimuló la

⁵ Al cierre de 2003 la paridad de la divisa estadounidense se ubicó en 107.44 yenes por dólar y 1.26 dólares por euro, cotizaciones que se comparan, respectivamente, con 118.83 y 1.05 al cierre de 2002.

⁶ Dicho comunicado fue emitido en el contexto de las reuniones anuales del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial en Dubai.

⁷ En el periodo octubre-noviembre, el gasto en consumo aumentó en términos reales a un ritmo de 1.9 por ciento en relación al tercer trimestre (tasa anualizada), que se compara con el aumento de 6.9 por ciento en el periodo julio-septiembre.

inversión. En virtud del movimiento reciente de los pedidos de bienes de capital, entre otros indicadores, se considera que la inversión privada se expandió nuevamente de manera importante durante el cuarto trimestre. Lo anterior, aunado al reinicio del proceso de acumulación de inventarios, sustenta la estimación de que el crecimiento económico de los Estados Unidos durante el último trimestre de 2003, si bien inferior al del tercero, se mantuvo a una tasa por encima del potencial.

Cuadro 3 **Pronósticos para el Crecimiento del PIB de los Estados Unidos durante 2003**

Variación anual en por ciento

	Al Finalizar el Tercer Trimestre				Información más Reciente			
	IV ^{1/}		Anual		IV ^{1/}		Anual	
	PIB	P. Ind.	PIB	P. Ind.	PIB	P. Ind. ^{4/}	PIB	P. Ind. ^{4/}
Consensus Forecasts ^{2/}	4.1	4.4	2.6	0.1	3.6	6.2	3.1	0.3
Blue Chip Economic Indicators ^{3/}	3.9	4.5	2.6	0.2	4.3	6.2	3.1	0.3

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

2/ Consensus Forecasts del 8 de septiembre y 8 de diciembre de 2003, y del 12 de enero de 2004. La variación trimestral anualizada se calcula a partir del pronóstico de variación anual que se reporta en dichas publicaciones.

3/ Blue Chip Economic Indicators del 10 de septiembre y 10 de diciembre de 2003, y del 10 de enero de 2004.

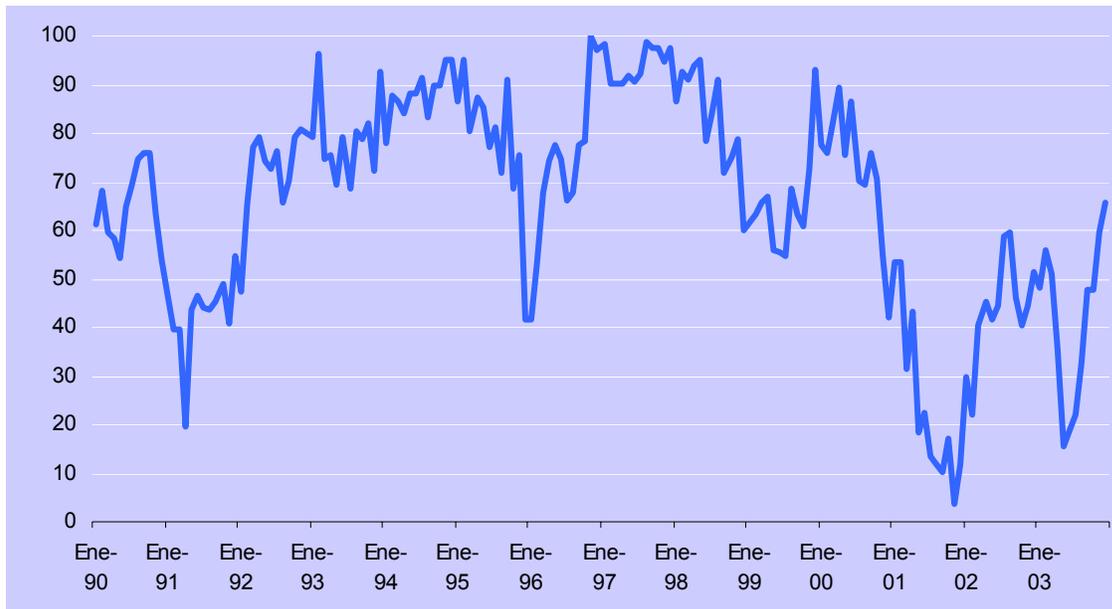
4/ El dato de producción industrial corresponde al observado.

La producción industrial, cuya recuperación se ha rezagado en relación a la del PIB, se fortaleció durante el periodo octubre-diciembre, creciendo a una tasa trimestral anualizada de 6.2 por ciento. La capacidad utilizada en la industria, aunque se mantuvo relativamente reducida en términos históricos, aumentó en diciembre a 75.8 por ciento (74.9 por ciento en septiembre). En la producción manufacturera se observó un patrón similar.

Por su importancia para la economía mexicana, vale la pena destacar la pauta de recuperación observada entre las distintas ramas que componen la producción industrial estadounidense. A diferencia de periodos cíclicos anteriores, cuando el crecimiento de los distintos rubros de la producción industrial se dio de manera simultánea, en el ciclo actual la expansión ha estado concentrada en algunas ramas, entre ellas la de equipo de procesamiento de la información. No obstante, esta situación ha venido corrigiéndose y, como lo muestra el índice de difusión para el sector, en el cuarto trimestre la recuperación de la producción industrial abarcó más ramas que en el periodo julio-septiembre (Gráfica 4).

Gráfica 4

Estados Unidos: Índice de Difusión de la Producción Industrial



Fuente: Calculado en base a datos del Federal Reserve Board. Se asignó el valor de uno si el grupo industrial evidenció un crecimiento mensual, y cero en caso contrario. Cada resultado se ponderó por la participación del grupo industrial en el índice de la producción industrial. Se consideraron grupos industriales a 3 dígitos de acuerdo al sistema de clasificación industrial de Norte América (NAICS por sus siglas en inglés), siendo en total 23 grupos.

El mercado laboral se mantuvo débil, a pesar de la modesta mejoría iniciada en agosto de 2003. Durante el cuarto trimestre, el número de empleos en el sector no agrícola se incrementó en sólo 144 mil plazas de trabajo. La tasa de desempleo finalizó el periodo en 5.7 por ciento, 0.4 puntos porcentuales menor a la registrada al cierre del trimestre previo. No obstante, el empleo en el sector manufacturero continuó deteriorándose. De julio de 2000 (último mes en el que se registró una generación de empleos en el sector) a diciembre de 2003, la nómina manufacturera se contrajo en 2.81 millones de plazas. La combinación de la expansión de la producción, con la debilidad del empleo, se ha reflejado en incrementos en la productividad, propios de la parte del ciclo económico en que se encuentra dicha economía.⁸

A pesar del repunte de la actividad económica, la inflación general ha declinado a lo largo del año, mostrando en diciembre una variación anual de 1.9 por ciento, mientras que la subyacente lo hizo 1.1 por ciento (tasa no observada desde 1963). Si bien el mantenimiento de tasas de inflación reducidas ha sido el resultado de la combinación de varios factores, se considera que la brecha (negativa) del producto es el más importante entre ellos.

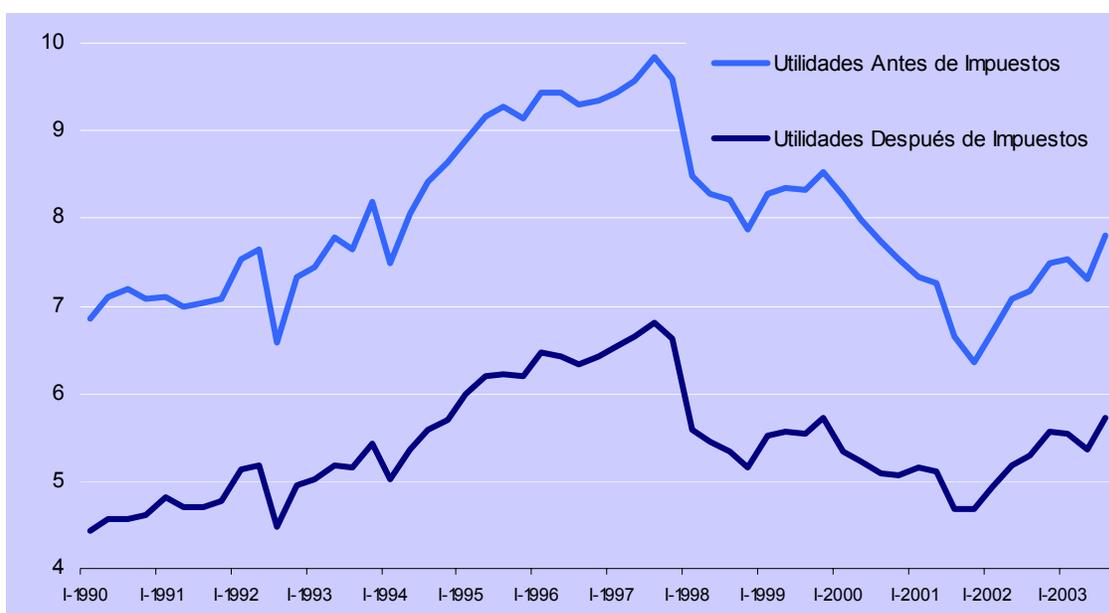
⁸ Adicionalmente, se estima que durante la década de los noventa se generaron condiciones propicias para un aumento continuo de la productividad de la mano de obra en Estados Unidos, debido a la fuerte inversión en sectores de alta tecnología.

Los analistas mantienen una perspectiva optimista acerca de la actividad económica en los Estados Unidos en los próximos trimestres. Por una parte, se espera un estímulo por el lado fiscal en el primer semestre del año, en virtud de las devoluciones impositivas a realizarse. Adicionalmente, el Banco de la Reserva Federal anunció que dada la baja tasa de inflación y la débil utilización de recursos en la economía, la política monetaria acomodaticia puede mantenerse por un periodo considerable. Algunos analistas esperan que las autoridades monetarias estadounidenses inicien una restricción gradual de la política monetaria en el segundo semestre de 2004, aunque otros consideran que será hasta 2005. Actualmente los mercados a futuro están descontando un aumento del objetivo para la tasa de fondos federales en septiembre. En este contexto, se espera que el crecimiento del PIB muestre mayor fortaleza durante el primer semestre de 2004 y que continúe por encima de su potencial a lo largo del año. Los analistas consideran que la inversión no residencial constituirá el motor del crecimiento. Al respecto, cabe señalar que el cambio positivo de la productividad se ha reflejado en contracciones de los costos laborales unitarios durante ocho trimestres consecutivos (variación anual), lo cual ha incidido en una continua recuperación de las utilidades de las empresas (Gráfica 5) y en la expectativa de que dicha mejoría persistirá en el futuro inmediato.

Gráfica 5

Estados Unidos: Utilidades Corporativas

En por ciento del PIB



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

Recuadro 1

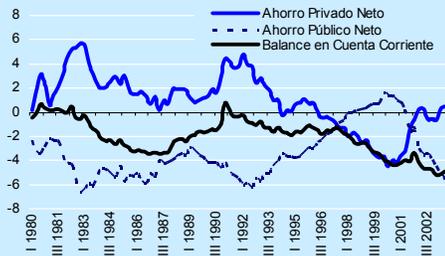
El Ajuste en Cuenta Corriente en los Estados Unidos

En el transcurso de los últimos años, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en Estados Unidos ha alcanzado una magnitud elevada. De rondar 2% a mediados de la década de los años 90, en 2003 superó 5% del PIB. Esta evolución ha dado origen a diversas discusiones acerca de la necesidad de un ajuste en las cuentas externas estadounidenses.

Un déficit en la cuenta corriente de Estados Unidos implica que su gasto agregado excede el valor de su ingreso. También implica que el ingreso del resto del mundo es superior al gasto de las economías distintas de Estados Unidos. Por tal motivo, un ajuste de la cuenta corriente estadounidense también involucra un ajuste del exceso de ingreso sobre el gasto en el resto del mundo.

Resulta ilustrativo considerar el último episodio de corrección de las cuentas externas observado en Estados Unidos, ocurrido en la década de los ochentas. De 1982 a 1987, la cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de una posición prácticamente de equilibrio, a un déficit superior al 3% del PIB. Este deterioro de la cuenta corriente coincidió con dos eventos: i) un incremento del déficit fiscal: más de tres puntos del PIB de 1981 a 1983 (Gráfica 1); y ii) una apreciación del dólar en términos reales: de 1980 a 1985, en promedio, el tipo de cambio real efectivo se fortaleció más de 35% (Gráfica 2).

Gráfica 1
Cuenta Corriente, Ahorro Público y Privado en Estados Unidos
(Por Ciento del PIB)

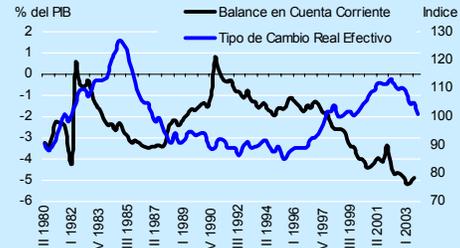


Fuente: Departamento de Comercio de los Estados Unidos.

Ahora bien, el déficit en cuenta corriente disminuyó a partir de 1988, cerrándose prácticamente por completo para 1991. Por su parte, el balance fiscal comenzó a mostrar una tendencia de mejoría luego de 1993, si bien hubo un deterioro de carácter cíclico al inicio de la década de los noventas. En todo caso, a partir de 1998 el Gobierno Federal en Estados Unidos comenzó a mostrar superávits fiscales.

A su vez, el tipo de cambio real comenzó su corrección en 1985 de poco más de 25% en términos efectivos. En un principio la depreciación real fue acelerada (de 1985 a 1988) y posteriormente (hasta 1996) procedió con mucho menor rapidez.

Gráfica 2
Cuenta Corriente y Tipo de Cambio Real en Estados Unidos

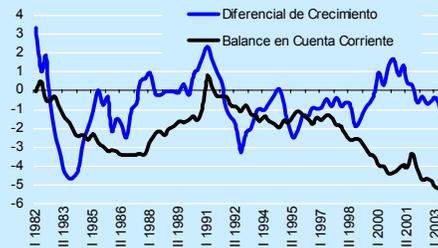


Fuente: Departamento de Comercio y Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

El deterioro de la cuenta corriente ocurrido desde mediados de los años noventa ha coincidido con dos marcadas tendencias de las finanzas públicas. Por un lado, está la mejoría sostenida de 1992 a 2000 y, por el otro, un debilitamiento considerable a partir de entonces. Esta trayectoria sugiere que la evolución del déficit público no es el único determinante de los mayores déficits de la cuenta corriente. En efecto, el ahorro privado parece compensar parcialmente los movimientos del ahorro público, de modo que incrementos en el déficit fiscal sólo inciden de manera parcial sobre la cuenta corriente.

Por otra parte, el balance en dicha cuenta parece responder al tipo de cambio real y al diferencial de crecimiento entre Estados Unidos y el resto del mundo. Así, el aumento en el déficit externo de Estados Unidos de la última década, si tuvo lugar en un entorno en el que el dólar registró un fortalecimiento importante en términos reales. En este contexto, uno de los factores al que se ha atribuido mayormente el incremento en el déficit en cuenta corriente durante la segunda mitad de los noventa, es el al auge que mostró la inversión estadounidense, especialmente en el sector de alta tecnología. Esta acumulación de capital parece haber redundado en un incremento duradero en la productividad y en un mayor crecimiento de Estados Unidos, en relación con el de otras economías (Gráfica 3).

Gráfica 3
Cuenta Corriente y Diferencial de Crecimiento del PIB entre Estados Unidos y sus Socios Comerciales
(Por Ciento del PIB)



Fuente: Departamento de Comercio de los Estados Unidos, Statistics Canada, ESRI y Banco de México.

El panorama económico en los Estados Unidos más allá de 2004 se percibe en general como favorable. Si bien se espera que en 2005 la actividad económica se desacelere, los analistas proyectan que el crecimiento del PIB siga siendo sólido, ubicándose por encima de 3.5 por ciento. Con las expectativas actuales, sería de esperarse que se cierre la brecha del producto. No obstante lo anterior, se estima que la inflación se mantendrá dentro de intervalos moderados, de alrededor de 2 por ciento. Este escenario incluye algunos riesgos. Por una parte, el déficit fiscal estadounidense como proporción del PIB es elevado y, aunque las proyecciones disponibles apuntan a una disminución en 2005, se espera que continúe en niveles altos. Los analistas también estiman que el déficit en cuenta corriente, que en la actualidad registra cifras récord, se amplíe en términos absolutos en 2005. La presencia de desequilibrios importantes en las finanzas públicas y en la cuenta corriente, así como el hecho de que la tasa de ahorro de los hogares muestra niveles históricamente bajos, han sido señalados entre los peligros más importantes que enfrenta la economía estadounidense.

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

La producción de la zona del euro mostró un incipiente proceso de recuperación en el tercer trimestre de 2003, aunque no incluyó un fortalecimiento de la demanda interna. El PIB del área registró en este lapso un crecimiento de 0.4 por ciento a tasa trimestral, luego de tres periodos consecutivos de variaciones nulas o negativas. La principal fuente de crecimiento provino de las exportaciones netas, favorecidas por la expansión de la demanda global, particularmente la estadounidense. En contraste, la demanda interna se contrajo debido a la caída de la inversión y a una variación negativa en inventarios. En el cuarto trimestre del año, los indicadores disponibles, especialmente el índice de gerentes de compras, sugieren que el crecimiento de la producción se mantuvo. De acuerdo con lo anterior, la Comisión Europea estima que el crecimiento del PIB en la zona del euro se ubicó dentro de un intervalo de 0.3 a 0.7 por ciento a tasa trimestral en el periodo octubre-diciembre. Para 2004, se pronostica una recuperación paulatina, impulsada por la demanda interna y externa, con un crecimiento del PIB por debajo de potencial hasta el inicio del segundo semestre del año. Al respecto, en su boletín de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) estimaba un crecimiento del PIB en la zona del euro de entre 1.1 y 2.1 por ciento para 2004.

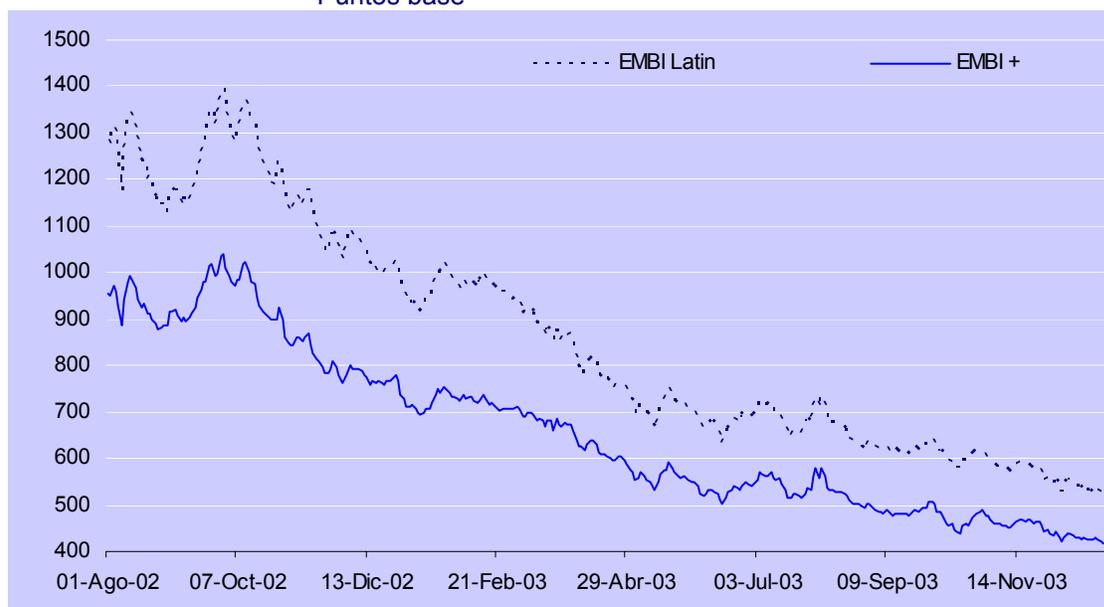
La economía japonesa se expandió 1.4 por ciento (tasa trimestral anualizada) en el tercer trimestre de 2003. Tal evolución estuvo sustentada en el vigoroso crecimiento de la inversión y en el aumento de las exportaciones, las cuales repuntaron a pesar de la apreciación del yen. Diversos indicadores oportunos, tales como la encuesta empresarial Tankan, sugieren que el crecimiento se mantuvo en el cuarto trimestre. En el periodo octubre-noviembre, las exportaciones de mercancías se ubicaron en un nivel 6.8 por ciento superior al promedio del trimestre previo, y se estima un repunte de la producción industrial de 15.6 por ciento (tasa trimestral anualizada) durante el periodo octubre-diciembre. La estimación y el pronóstico de crecimiento del PIB para 2003 y 2004 son de 2.7 y 2.1 por ciento, respectivamente. Ante el fortalecimiento de la confianza y las favorables expectativas para la inversión privada, han disminuido los temores que habían venido manifestándose de un nuevo retroceso de la actividad económica.

Las condiciones financieras internacionales para los países en desarrollo siguieron mejorando durante el cuarto trimestre de 2003, debido al fortalecimiento de los fundamentos económicos de muchos de ellos, a las bajas tasas de interés prevalecientes en el mundo desarrollado y, por tanto, a la búsqueda por parte de los inversionistas de activos con mayores rendimientos, aun a costa de un riesgo más elevado. En este sentido, ha habido una considerable compresión de tasas de referencia y de diferenciales, así como una extensión en términos de plazos. Esto se reflejó en una caída en los márgenes soberanos de deuda: durante el periodo octubre-diciembre, el indicador EMBI+ disminuyó en 88 puntos base en relación al trimestre previo (cifras a fin de periodo), en tanto que el descenso correspondiente para el índice de márgenes soberanos para América Latina (EMBI+Latin) fue de 119 puntos base (Gráfica 6). Cabe hacer notar que varias economías emergentes aprovecharon el mayor apetito de riesgo en los mercados para prefinanciar parte de sus requerimientos de financiamiento externo para 2004. No obstante, conforme se consolide la parte alta del ciclo económico global, es de esperarse un incremento en los rendimientos y en los diferenciales de tasas de interés, lo que implica un peligro potencial para las naciones altamente endeudadas.

Gráfica 6

Márgenes Soberanos de Deuda de Países Emergentes y de América Latina

Puntos base



Fuente: J.P. Morgan.

La situación económica de América Latina presentó cierta mejoría en los últimos meses de 2003. Se anticipa que Argentina, cuyo PIB registró un incremento real de 9.8 por ciento a tasa anual en el tercer trimestre, haya cerrado el año con la tasa de crecimiento más alta de la región (7.9 por ciento). No obstante, esta expansión se presenta a partir de una base muy baja. Además, la incertidumbre acerca del curso de la renegociación de su deuda externa puede afectar las perspectivas de crecimiento. En Brasil, la actividad económica se mantuvo débil, y el PIB registró una caída de 1.5 por ciento a tasa anual en el periodo julio-septiembre. Ello resultó en el mantenimiento de una elevada tasa de desempleo (12.2 por ciento) en noviembre. La reducción de la inflación permitió un descenso importante de la tasa de referencia Selic (de 20 por ciento a finales de septiembre a 16.5 por ciento tres meses después). Se anticipa que el crecimiento económico de América Latina haya registrado 1.4 por ciento anual en 2003 y que en 2004 se presente una expansión de 4.0 por ciento.

II.3.5. Remuneraciones, Salarios y Empleo**II.3.5.1. Remuneraciones**

En el periodo enero-octubre de 2003, las remuneraciones medias reales (que incluyen sueldos, salarios y prestaciones) mostraron las siguientes variaciones en relación al promedio

comparable de 2002: en la industria manufacturera, 1.4 por ciento; en la actividad comercial, 3.8 por ciento; y, en la industria maquiladora -0.7 por ciento. Por otra parte, en el mismo periodo la productividad laboral mostró crecimientos a tasa anual en el comercio, la manufactura y la maquila –aunque en este último caso la ganancia fue modesta. Como resultado de los cambios en la productividad y en las remuneraciones durante el lapso señalado, los costos unitarios de la mano de obra se redujeron en la industria maquiladora y aumentaron ligeramente en el comercio. En el caso de la industria manufacturera, éstos prácticamente se mantuvieron sin cambio (Cuadro 4 y Cuadro 5).

Cuadro 4 Remuneraciones por Trabajador
Variación anual en por ciento

	Nominal										Promedio Ene-Oct 2003	Real										Promedio Ene-Oct 2003
	2003											2003										
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct		Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	
Industria Manufacturera	6.5	6.2	6.9	5.7	5.0	6.4	7.7	5.0	6.5	5.4	6.1	1.3	0.7	1.2	0.4	0.3	2.0	3.4	0.9	2.4	1.3	1.4
Industria Maquiladora	6.8	5.5	4.4	3.7	2.3	3.4	3.9	1.7	3.1	5.0	4.0	1.6	-0.1	-1.2	-1.4	-2.3	-0.9	-0.2	-2.2	-0.9	1.0	-0.7
Sector Comercio	12.8	10.1	9.5	7.2	9.3	8.8	10.1	5.3	6.7	6.7	8.6	7.3	4.4	3.6	1.8	4.4	4.3	5.8	1.2	2.5	2.6	3.8

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

Cabe resaltar que las ganancias en productividad de los últimos tres años en las industrias manufacturera, maquiladora y el comercio se han originado por caídas más que proporcionales en el empleo con relación a la producción. Sin embargo, en 2003 éste no parece ser el caso en la industria maquiladora, donde prácticamente se estabilizaron la producción y el empleo. En ese periodo (2001 a 2003), el costo unitario de la mano de obra mostró una tendencia descendente en los tres sectores analizados, debida principalmente a una desaceleración en la variación de las remuneraciones reales.

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

	Producto por Trabajador										Promedio Ene-Oct 2003	Costos Unitarios de la Mano de Obra										Promedio Ene-Oct 2003
	2003											2003										
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct		Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	
Industria Manufacturera	2.2	3.5	6.0	-3.6	0.2	0.5	0.4	-0.7	2.7	2.0	1.3	-0.9	-2.8	-4.5	4.2	0.1	1.5	3.1	1.6	-0.3	-0.6	0.1
Industria Maquiladora	1.6	1.4	3.5	0.3	-0.9	0.4	1.2	-3.0	0.7	-2.1	0.3	-0.1	-1.4	-4.5	-1.7	-1.4	-1.2	-1.3	0.8	-1.6	3.2	-0.9
Sector Comercio	-0.3	0.1	3.2	-2.0	-0.6	3.8	6.3	5.9	6.4	8.1	3.1	7.5	4.2	0.4	3.9	5.1	0.5	-0.5	-4.4	-3.6	-5.1	0.8

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

II.3.5.2. Salarios Contractuales

En el cuarto trimestre de 2003, el incremento promedio (ponderado por el número de trabajadores beneficiados) en las revisiones salariales concertadas en empresas de jurisdicción federal resultó de 4.2 por ciento, el menor del año. El incremento promedio mostrado por esa variable en el trimestre estuvo influido por la revisión salarial llevada a cabo en el IMSS, en la cual se acordó un incremento de 4.0 por ciento para más de 353,000 trabajadores. Con la revisión del IMSS se abarcó al 62 por ciento del total de los trabajadores en las empresas de jurisdicción federal.

Gráfica 7 Salarios Contractuales e Inflación Esperada para los Sigüentes 12 Meses

Variación anual en por ciento



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

Cuadro 6 Salarios Contractuales por Sectores y por Tipo de Empresa

Variación anual en por ciento ponderada por número de trabajadores

	2003												Promedio Oct-Dic 2003 ^{1/}	Promedio Ene-Dic 2003 ^{1/}
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic		
Total	5.2	5.0	5.0	5.0	4.9	5.7	4.5	5.4	5.0	4.2	4.3	4.2	4.2	4.7
Empresas Públicas	4.3	4.3	4.3	4.3	5.0	5.7	4.3	4.3	3.7	4.0	3.8	4.6	4.0	4.1
Empresas Privadas	5.4	5.0	5.3	5.4	4.9	5.7	5.1	5.5	5.0	5.1	4.3	4.2	4.6	5.2
Manufacturas	5.4	5.0	5.5	5.7	5.3	5.6	4.5	5.3	5.4	4.9	4.1	4.6	4.4	5.0
Otros Sectores	5.1	4.9	4.6	4.8	4.7	5.8	4.6	5.5	4.2	4.1	4.8	3.8	4.2	4.6

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

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

Por otra parte, los aumentos salariales promedio otorgados en el trimestre por las empresas privadas resultaron

superiores a los concedidos en las empresas públicas. A su vez, las negociaciones salariales en las empresas de la industria manufacturera arrojaron un incremento superior al observado para el resto de los sectores (Cuadro 6).

Cabe señalar que la proporción de trabajadores beneficiados con incrementos salariales en los intervalos de 0.0 a 3.9 y 4.0 a 5.9 por ciento ha venido acrecentándose de manera notable en los últimos años (Cuadro 7). A pesar de lo anterior, se considera que dichos incrementos continúan sin reflejar plenamente la posición de la economía mexicana en el ciclo económico actual y, por consiguiente, la lasitud prevaleciente en el mercado laboral.

Cuadro 7

Revisiones del Salario Contractual por Intervalo

Distribución en por ciento

Intervalo de Incremento (%)	Revisiones por Empresa			Trabajadores Beneficiados		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
De 0.0 a 3.9	0.14	2.82	14.68	0.69	1.00	9.59
De 4.0 a 5.9	1.87	30.11	55.87	3.39	67.12	79.22
De 6.0 y más	97.99	67.07	29.45	95.92	31.88	11.19

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

II.3.5.3. Empleo

El repunte cíclico que registró la actividad económica en el cuarto trimestre de 2003 ha comenzado a influir marginalmente sobre la demanda de trabajadores. Así, el mercado laboral se caracterizó por la mejoría de algunos indicadores, particularmente el correspondiente al empleo formal (con datos desestacionalizados), mientras que otros todavía mostraron deterioro. Es importante destacar que dicha evolución estuvo caracterizada por el rezago con que normalmente responde la demanda de trabajo al inicio de una recuperación económica.

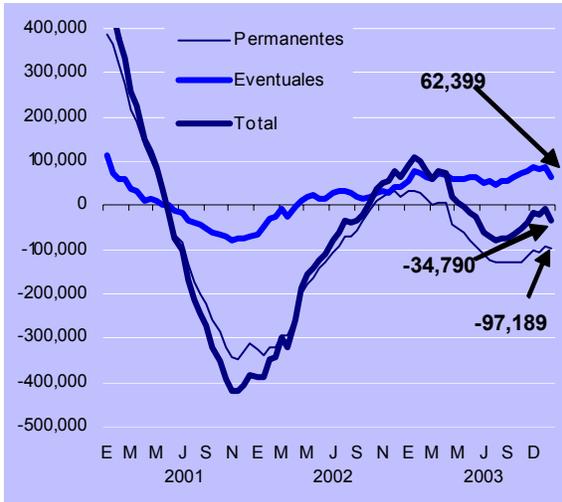
Al cierre de diciembre de 2003 el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se ubicó en 12,190,792 personas, cifra inferior en 49,137 trabajadores a la del cierre de septiembre. Tal disminución es atribuible a factores estacionales, toda vez que con datos desestacionalizados en ese lapso el referido número de trabajadores se acrecentó en 57,627 empleos. Por otra parte, al comparar el número de trabajadores en el IMSS al cierre de diciembre de 2003, con la cifra correspondiente al cierre de 2002, resulta una disminución de 34,790 personas. Esta caída fue el saldo neto de un incremento

anual de 62,399 trabajadores eventuales urbanos y un descenso de 97,189 empleos permanentes.

Gráfica 8 Trabajadores Asegurados: Permanentes y Eventuales Urbanos y Tasa de Desempleo Abierto

Variación anual en número de trabajadores

a) Total, Permanentes y Eventuales



Fuente: IMSS.

b) Tasa de Desempleo Desestacionalizada



Fuente: INEGI y desestacionalización efectuada por Banco de México.

La generación de empleos en el sector manufacturero ha permanecido débil. Así, al cierre de diciembre de 2003, en dicho sector se presentó una contracción anual de 173,266 trabajadores asegurados en el IMSS, concentrada en las divisiones de Textiles y Prendas de Vestir y de Productos Metálicos, Maquinaria y Equipo. En contraste, en ese mismo lapso hubo un aumento anual de 128,284 trabajadores en las actividades de servicios.

Por otro lado, la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas creció en sus datos desestacionalizados, pero descendió en las cifras originales. Así, en el cuarto trimestre esta tasa resultó en promedio 3.46 por ciento, mientras que en el trimestre previo había sido de 3.78 por ciento. En contraste, con cifras desestacionalizadas la tasa promedio se incrementó ligeramente de 3.56 a 3.62 por ciento en dicho lapso. Cabe señalar que desde principios de 2003 la tasa de desempleo con datos desestacionalizados siguió una cierta tendencia al alza.

II.3.6. Oferta y Demanda Agregadas

La actividad económica presentó un repunte cíclico en el cuarto trimestre de 2003, según se desprende de la información disponible a la fecha de publicación de este Informe. Ello se reflejó tanto en los indicadores de la demanda agregada como de la producción. Al respecto, dada la holgura que prevalece en la capacidad productiva, la evolución de la demanda agregada no constituyó una fuente de presiones inflacionarias. En efecto, durante los primeros tres trimestres del año, el PIB creció en promedio por encima de la demanda agregada (0.9 por ciento vs. 0.1 por ciento). El menor dinamismo del gasto interno con relación al producto, también se manifestó en los resultados de la cuenta corriente de la balanza de pagos, la cual mostró un déficit moderado. En la información sobresalen los siguientes aspectos:

- (a) En la demanda interna destacó la expansión significativa del gasto de consumo y el escaso dinamismo de la inversión. Lo primero fue notorio en la evolución de diversos indicadores de ventas. Así, las ventas al menudeo aumentaron en el bimestre octubre-noviembre en 5.0 por ciento a tasa anual, acumulando un crecimiento de 3.2 por ciento anual en los primeros once meses de 2003. Esta tasa contrasta con el estancamiento en 2002. Por su parte, las ventas totales de la ANTAD en el cuarto trimestre de 2003, tuvieron un aumento anual de 7.0 por ciento, superior al de los primeros tres trimestres del año y al de 2002. Asimismo, las ventas internas al menudeo de vehículos registraron una mejoría hacia finales de año.
- (b) En contraste con el vigor relativo de los indicadores de consumo, el gasto de inversión y, particularmente, su componente de maquinaria y equipo, mantuvo un ritmo débil en el cuarto trimestre de 2003. Así, en octubre la inversión registró un aumento anual de 0.8 por ciento, tasa similar a la de 0.7 por ciento que se observó en promedio en el tercer trimestre del año. Se estima que en el bimestre noviembre-diciembre el aumento anual de la inversión haya continuado siendo reducido. Cabe señalar que el único rubro de la inversión que presentó un crecimiento anual significativo fue el de construcción, que resultó de 3.4 por ciento en el bimestre octubre-noviembre. Ello fue favorecido por una expansión de la construcción de vivienda.

Recuadro 2

Estabilidad Macroeconómica y los Ciclos Económicos en México.

La evolución de la economía mexicana durante el actual ciclo económico ha sido muy distinta a la registrada en ciclos anteriores. En muchos sentidos, México siguió la trayectoria de un ciclo económico ordinario, similar a lo observado en la mayoría de los países industriales. En contraste, recesiones anteriores habían estado asociadas con crisis financieras y de balanza de pagos, lo cual daba origen a otra dinámica de la economía.

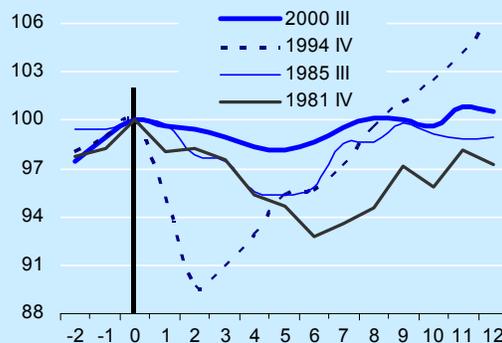
Las Gráficas 1, 2 y 3 muestran un comparativo de la evolución trimestral del PIB, el consumo privado y la inversión bruta fija durante cuatro distintos periodos recesivos. Las variables están normalizadas para tomar un valor de 100 en el trimestre en el que el PIB alcanzó una cresta antes de la recesión (periodo cero). Bajo este criterio, en el episodio más reciente, el PIB alcanzó un máximo en el tercer trimestre de 2000, para iniciar a partir de dicho momento una fase de contracción. El mínimo o valle del PIB se ubicó cinco trimestres más tarde (2001 IV), siguiendo desde entonces una tendencia ascendente, si bien con algunos altibajos.

Al comparar las trayectorias de la última fase recesiva con las anteriores, se observa que la caída acumulada del PIB y de la inversión resultó significativamente menor que en los episodios anteriores. Asimismo, en contraste con ciclos previos, el consumo privado se ha expandido prácticamente sin interrupción durante el ciclo económico actual.

Estas diferencias en los ciclos económicos pueden ser atribuibles, en gran medida, a la mayor estabilidad macroeconómica que ha producido la disciplina en la conducción de las políticas monetaria y fiscal. Las diversas reformas encaminadas a fortalecer el sistema financiero también han sentado las bases para un mejor funcionamiento de la economía durante las fases bajas del ciclo.

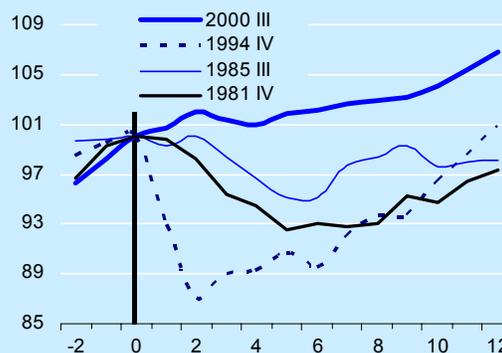
La disciplina macroeconómica, aunada a las reformas, ha redundado en que durante el actual ciclo hayan prevalecido tasas de interés históricamente reducidas, en una mayor disponibilidad de crédito, en la ausencia de sorpresas inflacionarias y en el fortalecimiento del ahorro financiero. Estos elementos han dado sustento a la expansión del consumo. Asimismo, han permitido a las empresas mexicanas mejorar su posición financiera (en términos de moneda y de plazo) generando condiciones propicias para un repunte de la inversión.

Gráfica 1¹
PIB Real



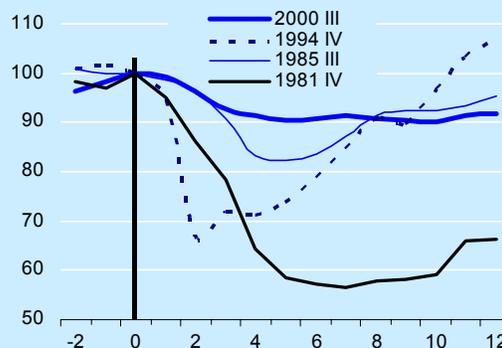
Fuente: INEGI, desestacionalización efectuada en el Banco de México.

Gráfica 2
Consumo Privado



Fuente: INEGI, desestacionalización efectuada en el Banco de México.

Gráfica 3
Inversión Fija Bruta



Fuente: INEGI, desestacionalización efectuada en el Banco de México.

¹ En las Gráficas 1, 2 y 3, las variables han sido normalizadas a un valor de 100 para el trimestre de la cresta del ciclo económico respectivo: 1981-IV, 1985-III, 1994-IV y 2000-III. El eje horizontal representa un periodo de tiempo de meses antes y después de la cresta, el cual se representa como el periodo "0".

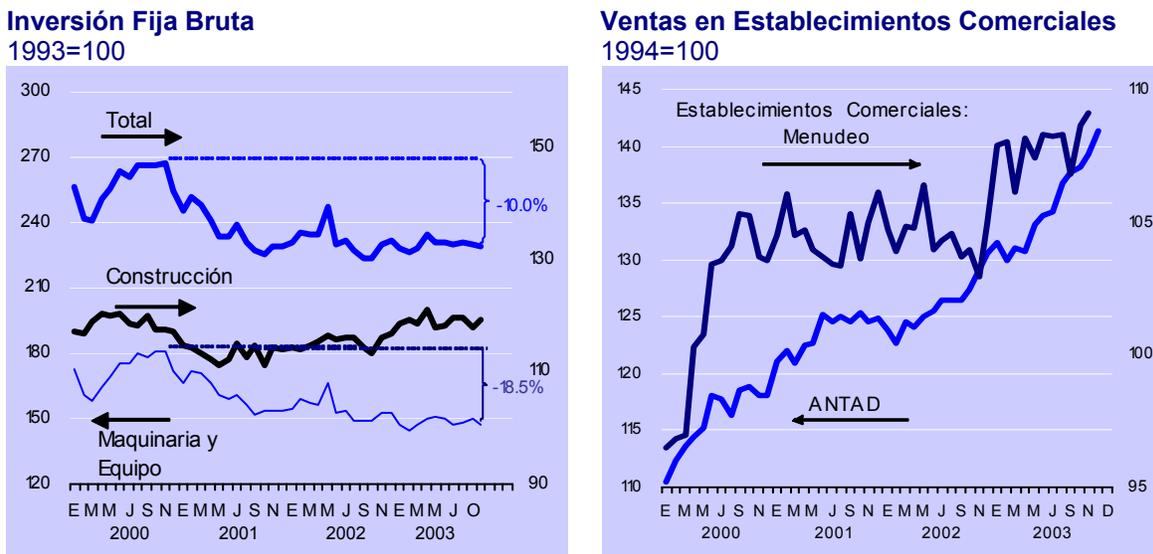
- (c) La demanda externa presentó una mejoría en el cuarto trimestre de 2003. Los datos referentes al comercio exterior de los Estados Unidos, indican que en el periodo septiembre-noviembre repuntaron las exportaciones no petroleras provenientes de México.
- (d) Por el lado de la producción, el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) mostró en el bimestre octubre-noviembre una variación anual de 1.4 por ciento. Esta se originó principalmente en un incremento del sector servicios, mientras que el industrial todavía se contrajo a tasa anual.
- (e) La producción manufacturera y la del conjunto del sector industrial presentaron un repunte a tasa mensual desestacionalizada en el bimestre octubre-noviembre de 2003. Ello considerando que en ese periodo dichos rubros mostraron datos positivos, que de manera acumulada resultaron, respectivamente, de 2.45 y 2.25 por ciento. No obstante, la producción industrial presentó en el bimestre de referencia un descenso anual de 0.6 por ciento que se originó en la caída que observó la actividad manufacturera.
- (f) Los indicadores sobre la confianza y el clima de los negocios no mostraron un avance claro en el cuarto trimestre de 2003. Así, en diciembre el Índice de Confianza de los Analistas del Sector Privado se redujo 1 por ciento con relación a su nivel de septiembre, mientras que el de las Empresas Manufactureras se acrecentó ligeramente. Por su parte, el Índice de Confianza del Consumidor disminuyó de agosto a noviembre de 2003, pero presentó un ligero repunte en diciembre.
- (g) Los indicadores adelantados para la economía mexicana, elaborados por el Banco de México, INEGI y por The Conference Board, registraron una ligera mejoría a partir del segundo trimestre de 2003. En general, tales indicadores anticiparon que la actividad económica presentaría un repunte durante el cuarto trimestre de 2003.

La evolución descrita permite anticipar que en el cuarto trimestre el producto y la demanda agregada hayan presentado crecimientos anuales moderados. En lo que toca a la demanda interna, el gasto en consumo privado mantuvo una importante expansión a tasa anual. Dicho gasto se vio favorecido por una mayor disponibilidad de crédito, tanto de la banca comercial como

de los intermediarios financieros no bancarios y de las cadenas comerciales; por bajas tasas de interés; y por la persistencia de incrementos reales en los indicadores de remuneraciones medias en diversos sectores. Un apoyo adicional lo constituyó el importante volumen de remesas familiares recibidas del exterior durante el cuarto trimestre de 2003.

En el periodo referido, la fortaleza de las ventas internas en diversos sectores, así como la mejoría de la demanda externa, no representaron un incentivo suficiente para alentar una reactivación del gasto de inversión. En efecto, la formación de capital parece estar desalentada por las perspectivas de mediano plazo, las cuales se han visto afectadas por la falta de avances en la instrumentación de medidas de cambio estructural que detonen una mayor competitividad en la economía y, por ende, una mayor rentabilidad de los proyectos de inversión. No obstante, el sector privado ha ido mejorando su posición financiera, al modificar gradualmente la composición de sus pasivos: por un lado, ampliando su deuda en moneda nacional; por el otro, extendiendo el horizonte de sus obligaciones. Esta mejoría en los balances financieros del sector privado ha fortalecido su capacidad para invertir, cuando se consolide la recuperación de la demanda por sus bienes y servicios y se perciba una mejor perspectiva en el mediano plazo.

Gráfica 9 **Indicadores de Inversión y de Gasto de Consumo**
 Datos desestacionalizados

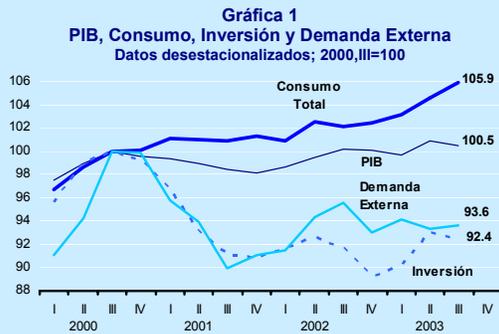


Fuente: INEGI y ANTAD, desestacionalizaciones efectuadas por el Banco de México.

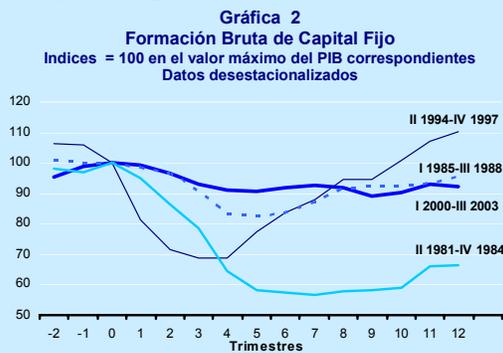
Recuadro 3
Debilidad de la Inversión en los Años Recientes*

Un aspecto que ha caracterizado la evolución de la economía mexicana en los años recientes, ha sido la debilidad del gasto de inversión. Dicho rubro de la demanda interna ha registrado tres años consecutivos con tasas anuales negativas, lo cual tiene implicaciones importantes tanto para el crecimiento actual del PIB, como para su crecimiento potencial y para la competitividad del país. En general, el comportamiento de la inversión en los años recientes se ha caracterizado por los siguientes aspectos:

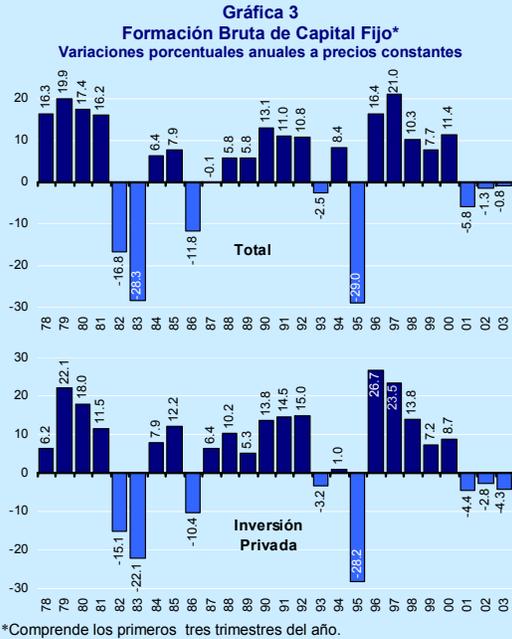
- i) El gasto de inversión ha sido el renglón de la demanda agregada que ha presentado mayor debilidad (Gráfica 1).



- ii) El descenso acumulado por la inversión no ha sido muy acentuado al compararlo con el registrado en otros episodios cíclicos (Gráfica 2), algunos de los cuales incluso han ido acompañados de crisis económicas. No obstante, la debilidad actual de la inversión ha sido muy prolongada. De hecho, al revisar las estadísticas disponibles de formación bruta de capital, de los 34 años comprendidos de 1970 a la fecha (Gráfica 3), no se observa un periodo continuo de tres años en que su tasa anual haya sido negativa.

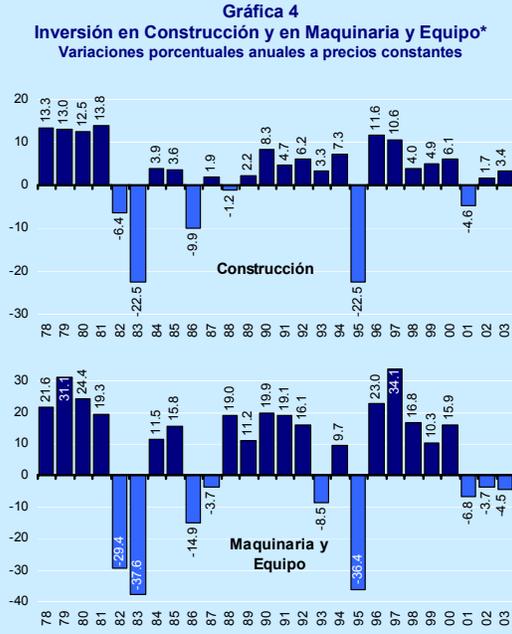


- iii) La debilidad de la inversión abarcó en el periodo inicial del presente ciclo a sus dos rubros, es decir, tanto al de maquinaria y equipo como al de construcción. Ahora bien, a partir de mediados de 2001, la construcción, no obstante altibajos, comenzó a presentar una cierta tendencia al alza.



*Comprende los primeros tres trimestres del año.

- iv) En el caso de la construcción, su mejoría iniciada a mediados de 2001 se ha visto favorecida en buena medida por una expansión de la edificación de viviendas (Gráfica 4). Ello ha respondido a una mayor disponibilidad de crédito para adquisición de casa-habitación, a menores tasas de interés y a un mayor gasto en obra pública orientada a la construcción de vivienda.



*Comprende los primeros tres trimestres del año.

* Las gráficas que se incluyen en este recuadro se elaboraron con información del INEGI. Cuando estas presentan datos desestacionalizados el proceso correspondiente se efectúa en el Banco de México.

v) El gasto de inversión en México ha sido desalentado por la falta de avances en la instrumentación de medidas de cambio estructural. El cambio estructural eleva la rentabilidad de la inversión y abre nuevas oportunidades al gasto de capital en diversos sectores. Asimismo, fortalece la productividad de los factores y la competitividad del país para enfrentar la competencia de otras economías, tanto en el mercado interno como en los del exterior. Un segmento de la inversión en México que claramente se ha visto impactado adversamente por el retraso en materia de cambio estructural es el de la inversión extranjera directa –que se comenta más adelante en la sección de balanza de pagos–. En contraste con la situación del cambio estructural en México, hay otros países emergentes, de Asia e incluso de América Latina, que están haciendo avances importantes en ese campo, con lo que han atraído a la inversión, tanto a la de origen interno como a la del exterior.

Cuadro 1
Medidas para Propiciar en México Mayores Niveles de
Inversión del Sector Privado Nacional y Extranjero:
Especialistas en Economía del Sector Privado
(Distribución Porcentual de las Respuestas)

	2002		2003	
	Feb	Dic	Feb	Sep
1 Reforma en el Sector Energético (electricidad y gas)	19	22	19	23
2 Reforma Fiscal*	9	18	21	23
3 Reforma Laboral	17	18	7	13
4 Fortalecer el Estado de Derecho	5	8	3	5
5 Mantener la Estabilidad Macroeconómica, la Disciplina Fiscal y Monetaria y Mejorar la Coordinación y Credibilidad de esas Políticas	4	2	6	1
6 Mayor Desregulación y Facilitar la Competencia Interna	9	2	3	5
7 Mejorar la Capacidad de Diálogo y Negociación Política	--	--	--	1
8 Profundizar y Continuar con las Reformas Estructurales	4	8	13	6
9 Reforma Educativa y Mejor Capacitación Laboral	5	0	0	1
10 Mejorar la Infraestructura	0	0	0	1
11 Mejorar Marco Jurídico y Certidumbre Jurídica**	5	8	14	5
12 Reactivar Financiamientos y Menores Tasas de Interés ^A	1	2	3	1
13 Políticas de Reactivación Industrial	0	2	3	3
14 Mejorar Manejo Pol., Lograr Consensos y un Poder Legislativo que trabaje para México	0	0	1	0
15 Tipo de Cambio Menos Fuerte	3	2	1	1
16 Combate Eficaz a la Corrupción	0	2	3	3
17 Mejorar la Seguridad Pública	9	2	1	3
18 Otros	10	4	2	5
S U M A:	100%	100%	100%	100%

* Incluye también conceptos como verdadera y más profunda reforma fiscal y reformas tributarias a fondo.

** Incluye también conceptos como que se apliquen las leyes, que sean más transparentes.

Fuente: Banco de México

vi) En las encuestas que periódicamente recaba el Banco de México en las empresas manufactureras, así como en las de inversión extranjera directa y en los consultores del sector privado, sobresale en las respuestas que las principales medidas que propiciarían una mayor inversión en México son las que corresponden al cambio estructural (Cuadro1). Por otra parte, hay que reconocer que en 2003 la inversión también se vio desalentada por la debilidad que, durante algunos periodos del año, registraron los indicadores de clima de negocios y de nivel de confianza y por cierta incertidumbre política.

vii) La falta de avances en materia de cambio estructural, incluyendo la reforma fiscal, ha limitado de manera importante la disponibilidad de recursos públicos para invertir en infraestructura y en las distintas áreas del capital humano. Ello ha afectado negativamente a la rentabilidad de la inversión privada y, por tanto, ha impactado a su nivel. Además ha afectado adversamente la competitividad del país y, por ende, la posibilidad de generar mayores y mejores empleos.

viii) Una de las muchas formas en que la continuidad del esfuerzo de inversión apoya al crecimiento económico actual y potencial es mediante la adquisición de bienes de capital que, al incorporar los avances tecnológicos, elevan la productividad y mejoran las destrezas y capacidades de los trabajadores.

ix) En el pasado una limitante a la reactivación de la inversión y a su sostenibilidad, particularmente a la proveniente de las empresas pequeñas y medianas, había sido la disponibilidad de financiamiento. Con los avances en materia de estabilidad financiera y baja inflación, se ha fortalecido la oferta de fondos prestables a través de distintos medios (financiamiento bancario, sofoles, fondos de inversión, etc.). No obstante, esta situación no parece estar siendo aprovechada plenamente hoy en día, dados los diversos factores mencionados que han impactado adversamente a la rentabilidad de la inversión en México.

Durante la mayor parte de 2003 las exportaciones de bienes y servicios mostraron poco dinamismo. Ello, como reflejo, por un lado, de la falta de vigor de la demanda externa y, por otro, de la pérdida de mercado que han venido registrando las exportaciones, a raíz de la falta de modernización de la economía nacional. A pesar de lo anterior, se estima que en el cuarto trimestre las exportaciones de bienes y servicios hayan presentado un incremento a tasa anual, luego de dos trimestres consecutivos con variación negativa. Este resultado es atribuible a la notable mejoría que observó en ese lapso la demanda externa, particularmente la proveniente de los Estados Unidos.

Con base en las consideraciones anteriores, se estima que en el cuarto trimestre de 2003 el crecimiento anual del PIB haya sido de alrededor de 1.9 por ciento, con lo que resultaría un crecimiento aproximado de 1.2 por ciento para el año en su conjunto. Con esta cifra se acumulan tres años consecutivos en los que la economía mexicana crece por debajo de su potencial.

II.3.7. Balanza de Pagos, Flujos de Capital y Tipo de Cambio

La evolución del sector externo de la economía mexicana durante el cuarto trimestre de 2003 y, en particular, la del comercio exterior y de la cuenta corriente de la balanza de pagos, fueron influidas por los siguientes factores: la mejoría de la demanda externa, que se tradujo en mayores exportaciones de bienes manufacturados; la reactivación de la producción interna, que propició un aumento de las importaciones de bienes intermedios; y, la estacionalidad al alza del gasto interno, en especial del consumo. Lo anterior explica que en el cuarto trimestre de 2003, tanto la balanza comercial como la cuenta corriente hayan presentado aumentos de sus saldos deficitarios en relación con los registrados en el tercer trimestre del año, si bien éstos resultaron significativamente más bajos que los del cuarto trimestre de 2002.

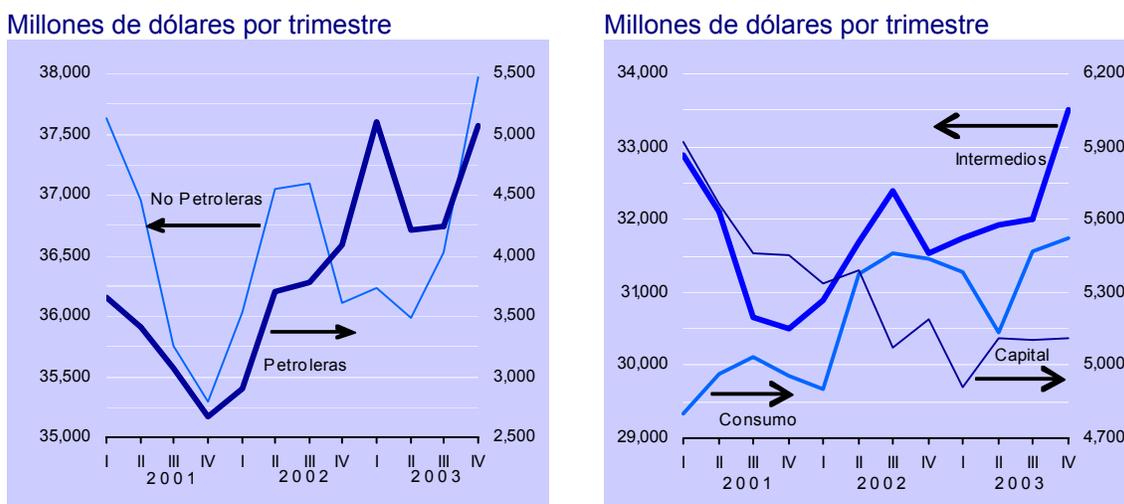
Los principales aspectos que caracterizaron al sector externo durante el cuarto trimestre de 2003 fueron:

- (a) Incrementos a tasa anual de las exportaciones e importaciones de mercancías. Dentro de las primeras aumentaron tanto las exportaciones petroleras como las no petroleras. La expansión de las petroleras se derivó de la favorable evolución que siguieron mostrando los precios internacionales del crudo. Por su parte, las exportaciones no petroleras, tanto las agropecuarias, como las extractivas y las manufactureras, presentaron tasas anuales positivas. En el caso de estas últimas, ello ocurrió luego de dos trimestres de variación anual negativa.
- (b) Las exportaciones de México a los Estados Unidos repuntaron en el cuarto trimestre de 2003, pero su aumento anual todavía resultó inferior al de las importaciones totales de ese país. Por tanto, los productos mexicanos continuaron perdiendo participación en las importaciones de los Estados Unidos.

- (c) El flujo de recursos al país por concepto de remesas familiares continuó registrando una evolución favorable.
- (d) Tanto la balanza comercial como la cuenta corriente mostraron déficit moderados.
- (e) Un superávit significativo en la cuenta de capital y una importante acumulación de reservas internacionales.

Durante el cuarto trimestre de 2003 el valor de las exportaciones de mercancías mostró un crecimiento anual de 6.3 por ciento, que se derivó de incrementos respectivos de 24.0 y 4.5 por ciento de las exportaciones petroleras y no petroleras. Por su parte, las importaciones de mercancías registraron un crecimiento anual de 4.1 por ciento. Por tipo de bien, las importaciones de intermedios y de consumo presentaron aumentos respectivos de 5.7 y 0.9 por ciento, en tanto que las de bienes de capital mostraron un descenso anual de 1.3 por ciento.

Gráfica 10 Exportaciones e Importaciones : Series Desestacionalizadas



Las series desestacionalizadas de comercio exterior indican que en los últimos meses de 2003 las exportaciones no petroleras presentaron una mejoría. Ese repunte se derivó inicialmente de aumentos de las exportaciones agropecuarias. Posteriormente, la mejoría se apoyó en las exportaciones manufactureras efectuadas por el sector maquilador y, en el cuarto trimestre, también en las realizadas por el manufacturero no maquilador. Esa evolución favorable no fue compartida por las exportaciones del sector automotriz.

Por el lado de las importaciones, las cifras desestacionalizadas muestran que en el cuarto trimestre se acrecentaron las de bienes intermedios, mientras que las de bienes de consumo presentaron altibajos sin tendencia al alza. Por su parte, las de bienes de capital continuaron débiles.

Durante el trimestre septiembre-noviembre las exportaciones de México a los Estados Unidos mostraron un repunte, aunque inferior al alcanzado por las de otros de los socios comerciales estadounidenses. Así, la participación de los productos mexicanos en ese mercado siguió disminuyendo. En el periodo enero-noviembre de 2003 la participación de los productos mexicanos en las importaciones de los Estados Unidos fue de 11.01 por ciento (11.72 por ciento en los mismos meses de 2002). Tal resultado refleja la pérdida gradual de competitividad que ha venido registrando la economía mexicana dada la ausencia de avances en las medidas de cambio estructural, en contraste con lo sucedido en otras naciones emergentes con las que México compete.

Cuadro 8 **Importaciones de los Estados Unidos**
Por cientos

Provenientes de:	Variaciones Anuales					Participación en las Importaciones				
	2002	2003				2002	2003			
		I	II	III	Ene-Nov		I	II	III	Ene-Nov
Total	1.78	14.32	6.59	5.52	8.28	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Total sin México	1.69	15.18	7.72	6.32	9.15	88.41	88.72	89.01	89.24	88.99
1. Canadá	-3.32	11.34	3.42	5.79	6.80	18.00	18.73	18.15	17.16	17.91
2. China	22.40	31.41	19.74	15.95	22.56	10.78	10.48	11.46	13.16	12.10
3. México	2.50	8.00	-1.83	-0.69	1.75	11.59	11.28	10.99	10.76	11.01
4. Japón	-3.99	1.22	-2.32	-5.84	-2.23	10.46	9.73	9.44	8.97	9.38
5. Alemania	5.80	13.21	18.80	0.24	9.19	5.38	5.36	5.63	4.97	5.35
6. Reino Unido	-1.51	11.05	-0.65	1.80	3.80	3.51	3.42	3.40	3.32	3.38
7. Corea	1.11	2.06	0.49	1.72	3.05	3.06	2.83	2.87	2.83	2.91
8. Taiw an	-3.67	2.21	-5.78	-3.65	-2.10	2.77	2.49	2.51	2.59	2.50
9. Francia	-7.13	-0.17	2.33	1.13	2.42	2.43	2.33	2.29	2.24	2.29
10. Malasia	7.47	-0.04	3.01	4.99	4.93	2.07	1.84	2.00	2.15	2.02
Suma de 10 países	1.93	10.37	4.41	3.44	6.33	70.05	68.49	68.73	68.15	68.85

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

El déficit de la balanza comercial del cuarto trimestre de 2003 resultó de 2,604 millones de dólares, menor que el observado en el periodo comparable de 2002. Con ello, el déficit comercial para 2003 se ubicó en 5,622 millones de dólares, inferior al de 7,916 millones registrado en 2002. Cabe señalar que el moderado saldo comercial deficitario de 2003 fue reflejo, por un lado, del modesto crecimiento que presentaron en el año en su conjunto la demanda interna y la producción y, por otro, de un incremento

anual significativo (de 4,153 millones de dólares) en el valor de las exportaciones petroleras.

Los recursos que ingresaron al país en el cuarto trimestre de 2003 por concepto de remesas familiares sumaron 3,329 millones de dólares, con lo que su monto acumulado en el año ascendió a 13,266 millones, para un incremento de 35.1 por ciento. Este flujo se originó en 41.3 millones de transacciones, con un valor promedio de 321 dólares. El importante crecimiento que registró este renglón refleja, por un lado, una mejor cobertura contable y, por otro, un mayor número de emigrantes.

Los resultados de la balanza comercial y del rubro de remesas familiares, aunados a la información parcial disponible sobre otros renglones, permiten estimar que la cuenta corriente haya registrado en el cuarto trimestre de 2003 un déficit aproximado de 3.5 miles de millones de dólares. Con ello, el déficit corriente acumulado en el año pasado ascendería a 9.2 miles de millones de dólares, cifra significativamente menor que la de 14 mil millones registrada en 2002.

La cuenta de capital de la balanza de pagos registró en el cuarto trimestre una moderada entrada de recursos por concepto de inversión extranjera. Se estima que en 2003 el flujo de inversión extranjera directa haya resultado cercano a 11 mil millones de dólares, el monto más bajo de los últimos siete años. Tal evolución es atribuible al reducido crecimiento económico del país en los años recientes, pero ante todo es la respuesta a la falta de avances en materia de reformas estructurales. Ello ha afectado el clima de negocios y ha reducido la rentabilidad de la inversión en el país, desalentando por tanto la concurrencia de los inversionistas del exterior.

En resumen, se estima que en el cuarto trimestre de 2003 la cuenta corriente de la balanza de pagos haya registrado un déficit moderado de 3.5 miles de millones de dólares; la cuenta de capital un superávit significativo de 8.8 miles de millones (incluyendo errores y omisiones); y, una acumulación de reservas internacionales netas de 5,317 millones. Para el año 2003 en su conjunto, el superávit de la cuenta de capital resultaría de 18.7 miles de millones, en tanto que las reservas internacionales netas alcanzaron un incremento de 9,451 millones de dólares.

II.4. La Política Monetaria Durante el Cuarto Trimestre de 2003

II.4.1. Acciones de Política Monetaria

Como se ha mencionado, el Banco de México conduce la política monetaria bajo un esquema de objetivos de inflación. Entre los rasgos más importantes de dicho esquema destaca la utilización de un enfoque sistemático y transparente para analizar la coyuntura económica, el cual, entre otras ventajas, permite una mejor identificación del origen de las presiones inflacionarias.

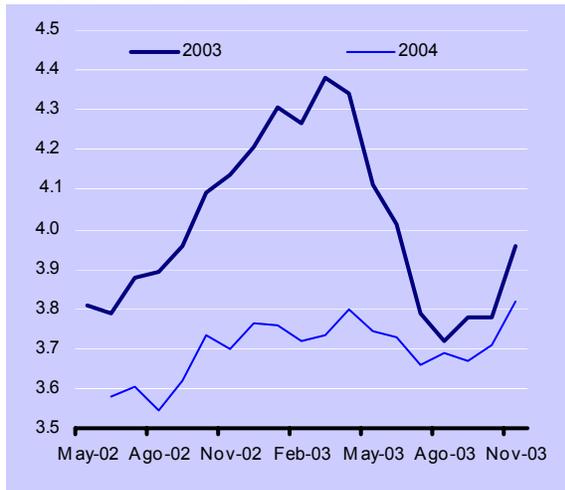
Durante el cuarto trimestre de 2003, las perturbaciones de oferta que afectaron al proceso desinflacionario durante 2002 y principios de 2003 prácticamente terminaron de asimilarse, permitiendo una convergencia más rápida de la inflación no subyacente con la subyacente. Esto dio lugar a que, durante el 2003, las expectativas de inflación para el cierre del año se redujeran apreciablemente (Gráfica 11a). No obstante lo anterior, hacia finales del año se presentó un ligero repunte de dichas expectativas, influidas por el aumento de la inflación general en la primera quincena de noviembre, atribuible, en gran medida, a la terminación de las tarifas de verano para el consumo de electricidad.

Cabe señalar que a partir de 2004 la meta de inflación opera de manera continua. Así, el seguimiento de las expectativas de inflación para un horizonte móvil de doce meses cobrará mayor importancia, en virtud de que dicha expectativa ofrece la posibilidad de evaluar en todo momento su congruencia con la meta de inflación anunciada para el mismo lapso. Al respecto, las expectativas de inflación para los siguientes doce meses mostraron, en lo general, un descenso (Gráfica 11b). Por otra parte, es importante destacar que las expectativas de inflación para el largo plazo (promedio para 2005-2008), recabadas en la encuesta del Banco de México, reflejan que los analistas anticipan una inflación baja y estable, si bien todavía superior a la meta (3.57 por ciento en diciembre).

Gráfica 11

Expectativas de Inflación Recabadas por el Banco de México

a) Para el Cierre del Año
Por ciento anual



b) Para los Sigüientes Doce Meses
Por ciento anual

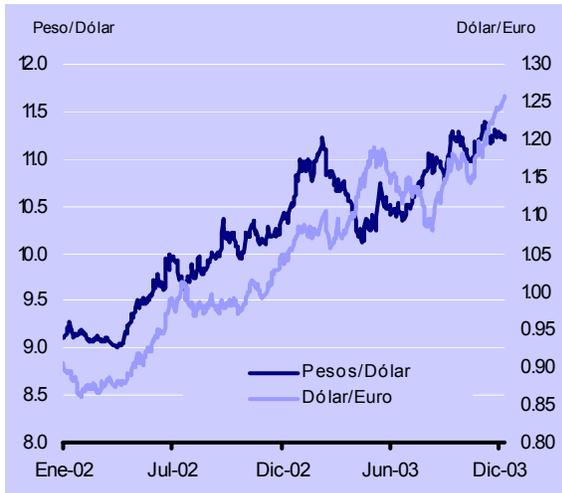


En el cuarto trimestre se presentaron diversos acontecimientos que dieron lugar a un incremento en la volatilidad de los mercados financieros, la cual se vio reflejada en variaciones en el tipo de cambio y en las tasas de interés de corto plazo. La incertidumbre en los mercados financieros obedeció en un principio a factores externos, entre los que se encontraba la depreciación del dólar estadounidense frente a las divisas más importantes. No obstante, factores internos fueron ganando relevancia. En particular, la falta de acuerdos para avanzar en la agenda de reformas estructurales ha venido agudizando la percepción negativa sobre los problemas de falta de competitividad. En este contexto, el tipo de cambio experimentó una depreciación a lo largo del trimestre, con algunos episodios de alta volatilidad que se moderaron hacia finales del año (Gráfica 12a y Gráfica 12b). Es importante destacar que, hasta ahora y en general, el ajuste que ha presentado el tipo de cambio ha sido ordenado y con un bajo traspaso a la inflación.

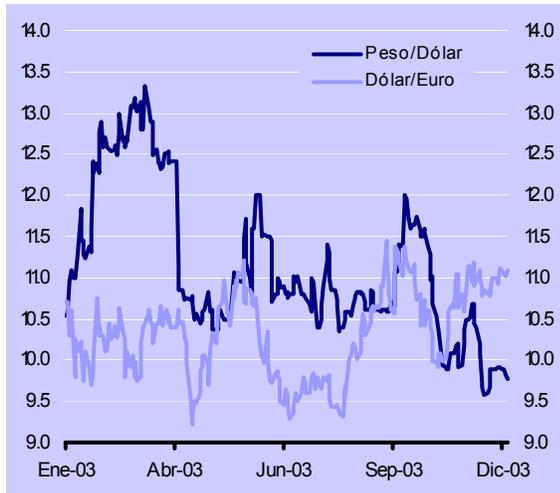
Gráfica 12

Tipos de Cambio y Volatilidad Implícita

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



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



*Fuente: UBS.

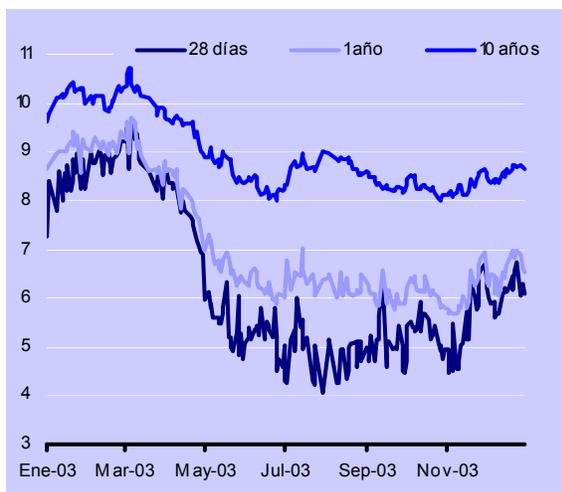
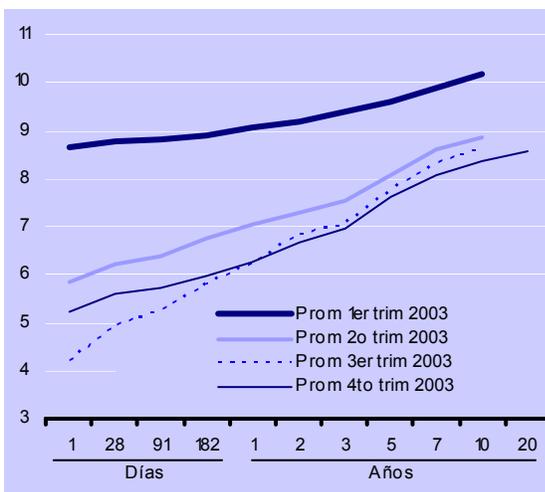
Las tasas de interés reaccionaron ante los acontecimientos en el mercado cambiario y frente a la incertidumbre respecto a la situación de la economía mexicana. En particular, durante el cuarto trimestre del año las tasas de interés se incrementaron, si bien las de corto plazo lo hicieron en mayor medida que las de plazos más largos, propiciando un aplanamiento de la curva de rendimientos (Gráfica 13). No obstante lo anterior, las tasas de interés a mediano y largo plazo se mantuvieron en niveles cercanos a sus mínimos históricos, lo cual ha respondido tanto a elementos coyunturales como estructurales.⁹ Respecto a los primeros, el nivel de los réditos ha correspondido a la parte baja del ciclo económico, donde la menor rentabilidad del capital suele disminuir la demanda de fondos prestables. En cuanto a los factores estructurales, destaca el avance hacia una inflación baja y estable, la cual tiende a reducir permanentemente las tasas de interés nominales, dado el menor riesgo inflacionario implícito. En un balance de ambos efectos, la reducción en las tasas de interés es atribuible, principalmente, al segundo elemento.

⁹ Al respecto, cabe señalar que el 28 de octubre se subastaron por primera ocasión valores gubernamentales con vencimiento a veinte años y a tasa de interés nominal fija. Dichos títulos se colocaron a una tasa de rendimiento de 8.39 por ciento, la cual rebasó por tan sólo 30 puntos base el rendimiento de los valores con plazo de diez años (cotizados el día de la subasta).

Gráfica 13

Rendimiento de Valores Gubernamentales

Por ciento anual

a) Rendimiento en el Mercado Secundario**b) Curva de Rendimiento**

Durante el cuarto trimestre de 2003 la Junta de Gobierno mantuvo sin cambio el “corto”, permaneciendo en 25 millones de pesos. Esta decisión se fundamentó en que el comportamiento de la oferta y demanda agregadas no implicó presiones en los precios ni para el último trimestre ni en el futuro previsible, debido al largo periodo en el cual la economía ha crecido por debajo de su potencial. A su vez, las perturbaciones de oferta venían disipándose sin contaminar las expectativas de inflación. Así, se estimó que continuaría la convergencia de la inflación hacia la meta.

II.5. Agregados Monetarios y Crediticios

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

En congruencia con el Programa Monetario para 2003, al cierre del año la base monetaria registró un saldo de 303.6 miles de millones de pesos, lo que significó una variación anual de 15 por ciento (16.4 por ciento en promedio de saldos diarios durante el año).¹⁰ De esta manera, continuó el proceso por el cual la base monetaria ha aumentado como porcentaje del PIB (remonetización). No obstante lo anterior, la tasa de crecimiento del referido agregado ha venido reduciéndose, al pasar de

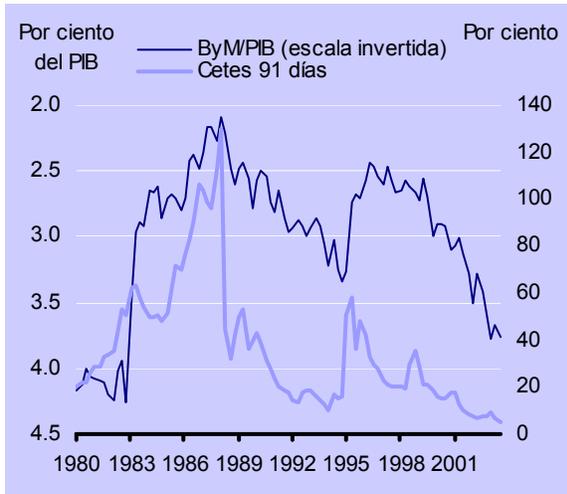
¹⁰ El Programa Monetario para 2003 anticipaba un saldo para el cierre del año de 300.9 miles de millones de pesos, el cual implicaba un crecimiento anual de la base monetaria al cierre del año de 14 por ciento y de 16.9 por ciento en promedio de saldos diarios.

variaciones anuales promedio de 17.5 por ciento en el primer trimestre a 14.5 por ciento en último trimestre del año (Gráfica 14).¹¹ Cabe señalar que el proceso de remonetización que recientemente ha experimentado la economía se debe en gran medida a la disminución significativa en el costo de oportunidad (tasas de interés) de mantener saldos monetarios. Ello como resultado del abatimiento de la inflación.

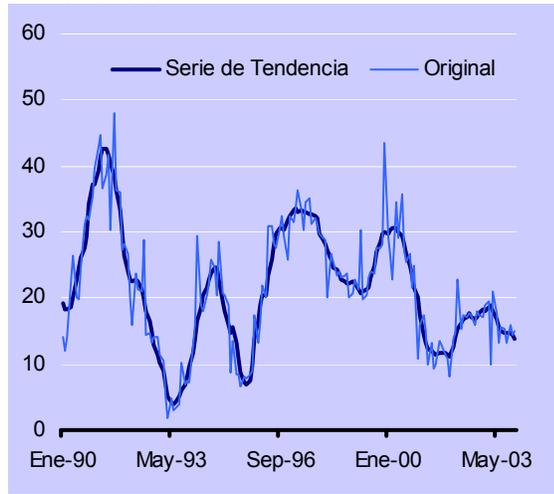
Gráfica 14

Base Monetaria

a) Remonetización ^{1/} y Tasa de Interés



b) Variación Anual de la Base Monetaria Por ciento



1/ Calculada como el cociente de los billetes y monedas en circulación y el PIB.

El efecto de una disminución en las tasas de interés sobre la base monetaria sucede con cierto rezago. Al respecto, el importante incremento que tuvo la base monetaria en 2002 y principios de 2003 fue principalmente reflejo de la fuerte baja en las tasas de interés observada en 2001.¹² Hacia mediados de 2003 se observó una reducción adicional en las tasas de interés, aunque de menor magnitud. Por tanto, se anticipa que continuará el proceso de remonetización, aunque a un menor ritmo.

Durante 2003 los activos internacionales netos del Banco Central se incrementaron en 8,337 millones de dólares, con lo cual su saldo al cierre del año fue de 59,059 millones de dólares. Al ser dicha acumulación superior al aumento de la base monetaria, se presentó una contracción del crédito interno neto en el año por 52,972 millones de pesos (Cuadro 9).

¹¹ Promedio de los saldos diarios durante el trimestre.

¹² Las tasas de interés de los Cetes a 28 días pasaron de un promedio mensual de 17.89 por ciento en enero de 2001, a 6.29 por ciento en diciembre de ese año.

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

	Saldos		Flujos en 2003				Acumulados al 31 de Dic. de 2003
	Al 31 Dic. 2002	Al 31 Dic. 2003	Trimestre				
			I	II	III	IV	
(A) Base Monetaria (Pesos)	263,937	303,614	-26,087	2,168	-1,315	64,912	39,677
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	529,503	663,657	35,442	13,649	-3,978	47,537	92,650
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	50,722	59,059	3,280	1,312	-420	4,164	8,337
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-265,566	-360,043	-61,529	-11,481	2,663	17,375	-52,972
(D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] ^{3/}	47,984	57,435	4,004	1,409	-1,280	5,317	9,451
(E) Reserva Bruta (Dólares)	50,674	59,028	3,279	1,313	-405	4,167	8,354
Pemex			2,901	3,522	4,331	4,626	15,380
Gobierno Federal			-78	-1,684	-3,525	-536	-5,823
Venta de dólares a la banca ^{4/}				-1,280	-1,360	-578	-3,218
Otros ^{5/}			456	755	149	656	2,015
(F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	2,690	1,593	-726	-96	875	-1,150	-1,097

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

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

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

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

5/ Incluye los rendimientos de la reserva internacional y otras operaciones.

En el cuarto trimestre de 2003 la reserva internacional aumentó 5,317 millones de dólares, con lo cual se acumularon 9,451 millones de dólares en el año. Cabe señalar que, de acuerdo a lo establecido en el mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de las reservas internacionales, del 2 de mayo al 31 de diciembre se efectuaron ventas por 3,218 millones de dólares. Asimismo, como ya fue anunciado por el Banco de México, del 2 de febrero al 30 de abril de 2004 se realizarán subastas diarias por un total de 45 millones de dólares.¹³

II.5.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

La oferta del ahorro financiero de residentes (M2) creció en noviembre de 2003 a una tasa real anual de 8.8 por ciento. Al respecto, destaca el repunte del ahorro voluntario a partir del segundo trimestre, mientras que el ahorro proveniente del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) se ha consolidado como la fuente de recursos financieros de mayor dinamismo.¹⁴ El crecimiento de los recursos destinados al SAR persiste a pesar de la disminución

¹³ Ver comunicado de prensa del 20 de enero de 2004 de la Comisión de Cambios.

¹⁴ En noviembre los recursos canalizados al SAR crecieron a una tasa real anual del 13.3 por ciento.

Por otra parte, las empresas también han tomado ventaja de las mejores condiciones financieras internas, sustituyendo endeudamiento externo por interno e incrementando el plazo de sus pasivos.¹⁷ Respecto a este último, destaca por su vigor la emisión de títulos de deuda, los cuales en noviembre se expandieron a una tasa anual de 36.1 por ciento en términos reales.

Quizás lo más relevante a considerar de la evolución y composición del ahorro financiero en los últimos años es que la economía cuenta con menores restricciones crediticias. Así, al consolidarse una inflación baja y estable, la incertidumbre y los riesgos asociados al otorgamiento o contratación de crédito son menores y la asignación de recursos a través del sistema financiero es más eficiente, lo cual promueve la actividad económica. De esta forma, una limitante tradicional que había enfrentado el crecimiento ha venido reduciéndose de forma importante.

¹⁷ De diciembre de 2002 a septiembre de 2003 el saldo de los valores externos emitidos por el sector privado se redujeron en 1,155 millones de dólares, mientras los internos se incrementaron en 39,682 millones de pesos.

III. Perspectivas del Sector Privado¹⁸

III.1. Pronóstico sobre la Actividad Económica y sobre Otras Variables que Influyen en la Inflación

En los pronósticos de los analistas económicos del sector privado elaborados durante el cuarto trimestre de 2003 sobresalieron dos aspectos: por un lado, una ligera revisión al alza de la expectativa de inflación para 2003; por otro, el reconocimiento de que en ese año el crecimiento económico fue modesto. En particular, en los pronósticos de los consultores económicos destacaron los siguientes puntos (Cuadro 10): i) una revisión a la baja del crecimiento esperado del PIB para 2003, de 1.60 por ciento en septiembre a 1.16 en diciembre; ii) en congruencia con lo anterior, se estimaron disminuciones de los crecimientos de los distintos renglones de la demanda interna, especialmente, de los correspondientes al consumo e inversión del sector privado; iii) se estimó asimismo que en 2004 y 2005 mejorará el ritmo de crecimiento económico; iv) se mantuvo la previsión de que la generación de empleos formales en 2003 resultaría modesta; v) se previó la persistencia de tasas de interés bajas durante los próximos meses; vi) se confirmó el descenso de los saldos deficitarios estimados para 2003 de las balanzas comercial y de cuenta corriente; vii) se anticipó la menor entrada de recursos, tanto en 2003 como en 2004 por concepto de inversión extranjera directa; viii) ligera disminución a lo largo del cuarto trimestre del año del Índice de Confianza de los Analistas Económicos del Sector Privado que elabora el Banco de México; y, ix) la insistencia en que los principales limitantes de la actividad económica y del logro de mayores niveles de inversión en el país, son la falta de avances en materia de cambio estructural y cierta incertidumbre política que prevaleció en el periodo de referencia. Por otra parte, la estimación y el pronóstico para el crecimiento del PIB de los Estados Unidos en 2003 y 2004 se revisaron al alza.

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

Cuadro 10 Expectativas del Sector Privado: Septiembre y Diciembre de 2003^{1/}

	Sep. 2003	Dic. 2003	Sep. 2003	Dic. 2003
Crecimiento del PIB Real en México			Tipo de Cambio (Pesos por dólar, cierre del año)	
2003	1.60%	1.16%	2003 Encuesta Banxico	10.88 11.10*
2004	3.39%	3.22%	Futuros ^{2/}	11.08 11.32
2005	n.d.	3.73%	2004 Encuesta Banxico	11.19 11.47
Déficit Comercial (Millones de dólares)			Mezcla Mexicana de Petróleo (Dólares por barril en promedio)	
2003	6,550	5,426	2004 Encuesta Banxico	20.05 20.49
2004	9,560	8,777	Incrementos Salariales	
Déficit de la Cuenta Corriente (Millones de dólares)			Para Enero 2004	n.d. 4.55
2003	12,042	10,763	Para Febrero 2004	n.d. 4.51
2004	15,511	14,416	Clima de Negocios	
Inversión Extranjera Directa (Millones de dólares)			Mejorará	67% 71%
2003	12,193	11,372	Permanecerá Igual	30% 19%
2004	13,505	13,094	Empeorará	3% 10%
Crecimiento del PIB Real y Producción Industrial en los EUA Durante 2003 y 2004				
Crecimiento del PIB en 2003			Crecimiento del PIB en 2004	
Encuesta Banxico	2.57%	3.86%	Encuesta Banxico	3.54% 3.93%
Consensus Forecasts ^{3/}	2.7%	3.1%	Consensus Forecasts ^{3/}	4.0% 4.4%
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	2.7%	3.1%	Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	3.9% 4.4%
Producción Industrial en 2003			Producción Industrial en 2004	
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	0.2%	0.2%	Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	4.2% 4.3%

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

2/ Los futuros del tipo de cambio corresponden al 30 de septiembre y al 15 de diciembre de 2003.

3/ Consensus Forecasts del 13 de octubre y del 8 de diciembre de 2003.

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

*/ Información correspondiente a la encuesta de noviembre.

Los pronósticos de los analistas económicos del sector privado relativos a otras variables arrojaron los siguientes resultados: i) el nivel esperado del tipo de cambio del peso mexicano para el cierre de 2003 se revisó al alza, y lo mismo ocurrió con el correspondiente a 2004; y ii) los incrementos nominales de los salarios contractuales en enero y febrero de 2004 serán ligeramente menores a los registrados en los meses previos.

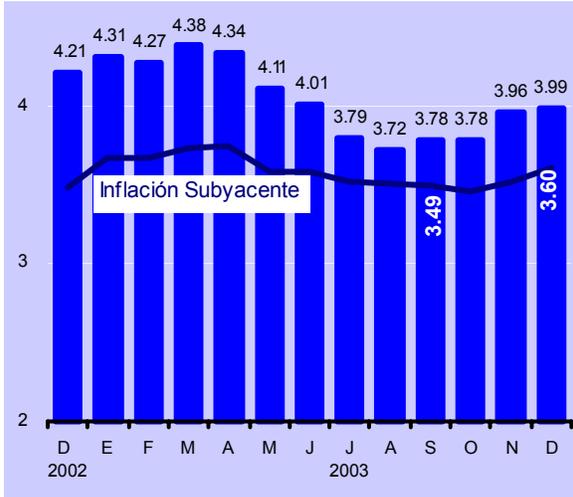
III.2. Expectativas sobre la Inflación

Durante el cuarto trimestre de 2003 las expectativas de inflación se revisaron al alza. En general, éstas se mantuvieron dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual, pero por arriba de la meta. La previsión referente a la inflación general para el cierre de 2003 pasó de 3.78 por ciento en septiembre a 3.99 por ciento en diciembre. En ese lapso la inflación subyacente esperada para el año aumentó ligeramente, de 3.49 por ciento en septiembre a 3.60 por ciento en diciembre. Por otra parte, los analistas consideraron que durante los próximos años la inflación en el país será baja y estable. Ello, considerando que para 2004 estiman una inflación de 3.86 por ciento y que prevén que en el periodo 2005-2008 ésta resulte en promedio de 3.57 por ciento.

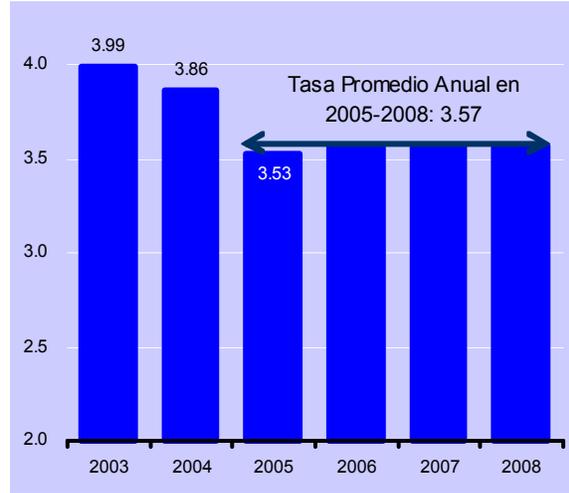
Gráfica 16

Expectativas de los Consultores sobre la Inflación en 2003

Inflación General (INPC) y Subyacente
Por ciento



Inflación General para el Corto y Largo Plazo
Por ciento



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

IV. Programa Monetario para 2004

Durante los últimos años el diseño y la conducción de la política monetaria en México han evolucionado hacia el esquema de objetivos de inflación. Entre los elementos más importantes de dicho esquema destacan: a) el anuncio de una meta multianual de inflación explícita; b) el análisis sistemático de la coyuntura económica y de las presiones inflacionarias; c) la descripción de los instrumentos que utilizará el banco central para alcanzar sus objetivos; y, d) una política de comunicación que promueva la transparencia y la credibilidad de la política monetaria, y que brinde elementos para que el público tome mejores decisiones.

IV.1. Elementos del Programa Monetario

IV.1.1. Objetivo del Programa Monetario

En el Informe de Inflación del segundo trimestre de 2002 la Junta de Gobierno del Banco de México anunció que la política monetaria se conduciría con el fin de alcanzar en diciembre de 2003 una inflación anual del INPC de 3 por ciento, y de mantenerla permanentemente alrededor de ese nivel, considerando un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual. Lo anterior implica que a partir de 2004 la meta de inflación opera de manera continua y no solamente para la inflación anual de cierre del año.

Como se mencionó en su oportunidad, la meta se acompañó de un intervalo de variabilidad, cuya función es acomodar perturbaciones en precios relativos que usualmente sólo tienen un efecto transitorio sobre la inflación. Adicionalmente, la naturaleza sorpresiva de dichas perturbaciones dificulta que el Banco Central pueda contrarrestar con precisión las distintas presiones inflacionarias.

IV.1.2. Decisiones de Política Monetaria

La experiencia ha mostrado que las acciones de política monetaria que lleva a cabo un Banco Central inciden con cierto rezago sobre la economía y, en especial, sobre el nivel de precios. Por consiguiente, para alcanzar las metas de inflación la autoridad monetaria debe tomar sus decisiones con base en una evaluación

cuidadosa de la coyuntura económica y de la perspectiva de las presiones inflacionarias.

Dentro de los esquemas de objetivos de inflación suele aconsejarse que cuando las presiones de inflación provienen por el lado de la demanda, la autoridad monetaria restrinja la postura de política monetaria. Ello obedece a que las presiones inflacionarias que enfrentaría la economía en este caso serían generalizadas, y de no ser contenidas con oportunidad, podrían propiciar un repunte en la inflación.

Por otra parte, cuando las presiones inflacionarias tienen su origen por el lado de la oferta, éstas suelen reflejar cambios en precios relativos, los cuales afectan la inflación temporalmente. Así, la recomendación es que la autoridad monetaria permita el aumento transitorio en la inflación antes descrito y que, solamente en el caso de que las perturbaciones de oferta contaminen las expectativas de inflación, restrinja la postura de política monetaria. Ello para evitar incrementos subsecuentes de precios (efectos de segundo orden).

De esta discusión resalta la importancia que tiene la correcta identificación del origen de las presiones de inflación y sus posibles efectos sobre las expectativas del público, para la toma de decisiones de política monetaria. A fin de lograr lo anterior, el Banco de México lleva a cabo un análisis sistemático de la coyuntura económica, empleando una amplia gama de variables y utilizando diferentes modelos económicos.¹⁹ Este análisis permite identificar a qué factores obedece la evolución esperada de la inflación y evaluar su impacto sobre las expectativas de inflación de los agentes económicos.

IV.1.3. Instrumentación de la Política Monetaria

Los Bancos Centrales conducen la política monetaria afectando las condiciones bajo las cuales satisfacen las necesidades de liquidez de los participantes en el mercado de dinero. Estas condiciones dependen tanto de los términos en los que el banco central realiza sus operaciones de mercado abierto, como de las características del manejo de las cuentas corrientes de la banca en el banco central. La instrumentación de la política monetaria por parte del Banco de México se da a través de dichas cuentas corrientes. Al respecto, a partir de marzo de 1995 se adoptó un

¹⁹ Como en otras ocasiones, en la página de Internet del Banco de México (www.banxico.org.mx) se presenta un pronóstico de la base monetaria para 2004 que puede servir como una de varias referencias generales para el seguimiento de la coyuntura económica.

régimen de saldos acumulados, el cual ha experimentado diversas modificaciones hasta su versión actual, siendo la más reciente el cambio de saldos acumulados por saldos diarios a partir del 10 de abril de 2003.²⁰

El instrumento de política monetaria utilizado por el Banco de México permite la libre determinación de las tasas de interés en el mercado de dinero. No obstante, se conserva la posibilidad de influir sobre éstas cuando se percibe que las condiciones monetarias no son congruentes con el cumplimiento de la meta de inflación. Esto se logra en virtud de que el instrumento le permite al Instituto Central cambiar su postura de política monetaria a través de modificaciones en la cantidad de dinero que surte a tasas de interés diferentes a las de mercado. Por tanto, del total de recursos demandados, el monto correspondiente al objetivo de saldos diarios negativo en las cuentas corrientes de la banca (“corto”) se proporciona a una tasa de interés superior a la del mercado.²¹ Así, el Banco de México suministra en todo momento la liquidez demandada por el mercado de dinero.

Cuando el Banco de México desea enviar una señal de restricción monetaria que induzca un incremento de las tasas de interés de corto plazo, aumenta la cantidad de recursos que proporciona a una tasa de interés superior a la de mercado (incremento en el “corto”). Por el contrario, cuando el Instituto Central desea mandar una señal de menor restricción monetaria reduce la cantidad de dinero que surte a una tasa de interés mayor a la de mercado (disminución en el “corto”). Cabe destacar que debido a que el objetivo principal de esta forma de operar es comunicar al público la postura de la política monetaria deseada por el Instituto Central, la cantidad de dinero que se satisface a tasas de interés superiores a las de mercado (“corto”) es pequeña con relación al total de las necesidades de liquidez del mercado de dinero.

Por tanto, las tasas de interés y las condiciones monetarias son, en general, el resultado de la interacción de los participantes en el mercado de dinero y de la autoridad monetaria. Así, la modificación en la cantidad de dinero que se provee a tasas de interés distintas a las de mercado (cambio en el objetivo de saldos diarios o “corto”) constituye una señal con la cual se busca que las condiciones monetarias y las expectativas de inflación resulten congruentes con las metas del Banco Central.

²⁰ Ver Informe Sobre la Inflación Enero-Marzo 2003, páginas 37 y 38.

²¹ Actualmente, los sobregiros diarios de las instituciones de crédito conllevan un cargo de dos veces la tasa de interés de fondeo interbancario diaria. Por otro lado, los saldos positivos no son remunerados.

IV.1.4. Política de Comunicación con el Público

Para poder lograr la estabilidad de precios a través de un esquema de objetivos de inflación es indispensable transmitir con claridad al público los objetivos, estrategia e instrumentos del Banco Central. Así, la importancia del anuncio de las metas de inflación radica en que facilita la convergencia de las expectativas del público con dichas metas. Ello en virtud del compromiso del Banco Central a actuar para alcanzar su objetivo de inflación. De la misma forma, la transparencia en cuanto al proceso de toma de decisiones de política monetaria ha permitido a los agentes económicos anticipar las acciones del Banco Central ante diversos escenarios. Este entendimiento, en cuanto a saber qué esperar por parte del Banco Central, facilita la consecución de sus objetivos y, por ende, disminuye el costo de abatir la inflación. Adicionalmente, la mayor transparencia ha contribuido a fortalecer la rendición de cuentas que es inherente a un sistema democrático.

Entre los documentos que apoyan la estrategia de comunicación del Banco de México con el público se encuentra el Programa Monetario y los Informes sobre la Inflación. Asimismo, a partir de 2003 el Instituto Central ha venido anunciando sus decisiones de política monetaria en fechas previamente establecidas, acompañadas de un boletín de prensa en el cual se informa al público sobre los motivos que dieron lugar a la modificación o el mantenimiento del objetivo de saldos.²²

IV.2. Perspectivas para el Año 2004 y Balance de Riesgos

Para 2004 se prevé que las principales economías del mundo continúen la expansión económica en curso y que, en general, se mantengan las condiciones favorables de financiamiento externo que disfrutó México en 2003. A continuación se presenta el entorno externo supuesto, así como el pronóstico de la evolución de las principales variables macroeconómicas de México para 2004. Posteriormente, se comentan los elementos de riesgo que se vislumbran y que podrían afectar el escenario base.

IV.2.1. Entorno Externo

Durante 2003 la economía estadounidense aceleró el ritmo de su crecimiento, especialmente hacia la segunda mitad del

²² Estas fechas son dadas a conocer en el Informe sobre la Inflación correspondiente al tercer trimestre del año previo.

año. Paulatinamente, la expansión fue tomando un carácter más balanceado en su distribución sectorial y en lo que toca a los componentes del gasto agregado.

Para el 2004 se anticipa que la economía de Estados Unidos prosiga su crecimiento a un ritmo que permita continuar cerrando la brecha del producto, especialmente durante la primera mitad del año. Ello se desprende del hecho de que las condiciones monetarias y financieras seguirán siendo favorables para la expansión del gasto. El Banco de la Reserva Federal anunció que la política monetaria acomodaticia puede mantenerse por un periodo considerable, en virtud de la baja inflación y la débil utilización de recursos en la economía. Se anticipa que la inversión no residencial, apoyada en una sólida perspectiva para las utilidades de las empresas, constituirán el principal motor del crecimiento, mientras que las exportaciones responderían a la depreciación del dólar. Asimismo, los planes de los gerentes de compras del sector manufacturero apuntan a que dicho sector también compartirá el vigor del resto de la economía. Conforme la expansión vaya generalizándose, es de esperarse que mejoren las condiciones del mercado laboral, apuntalando el gasto de consumo de las familias.

En un entorno como el anterior, el escenario base que el Banco de México anticipa para 2004 se finca en los siguientes supuestos para la economía de Estados Unidos: un crecimiento del PIB real de 4.6 por ciento y de 4.8 por ciento para la producción industrial.

Pese al panorama favorable que se avizora para la economía de Estados Unidos en el corto plazo, deben destacarse dos riesgos importantes, especialmente para el mediano plazo. Por un lado, la posición fiscal sufrió un importante deterioro en los últimos tres años. A pesar de que es de esperarse una mejoría en las finanzas públicas en concordancia con la reactivación económica, el desequilibrio fiscal de las proyecciones de largo plazo es preocupante. En este sentido, un número cada vez mayor de analistas ha opinado sobre la conveniencia de que el sector público estadounidense adopte un programa de ajuste fiscal que involucre medidas de ingreso y de gasto.

Por otro lado, y en parte relacionado con el tema anterior, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de Estados Unidos también ha alcanzado niveles abultados. En la medida en que el resto del mundo no esté dispuesto a financiar indefinidamente un exceso de gasto de tal magnitud, deberá de observarse un ajuste en los patrones de ingreso y gasto tanto en

Estados Unidos como en las demás economías mundiales. Es posible que parte de la corrección del déficit en cuenta corriente provenga del mayor crecimiento potencial del PIB estadounidense, dado el incremento registrado en la productividad. Sin embargo también es posible que de alguna forma se requiera una redistribución del gasto a nivel global, lo que involucraría una reducción del gasto agregado de Estados Unidos (a la cual podría contribuir un ajuste fiscal) en relación al gasto del resto del mundo. Probablemente este acomodo macroeconómico ocurriría en forma gradual en el transcurso de un periodo prolongado, y estaría acompañado por los correspondientes movimientos en precios relativos: depreciación del dólar en términos reales (como ya ha venido observándose desde el 2002) y aumento de los diferenciales de tasas de interés en favor de Estados Unidos. No obstante, un riesgo (de baja probabilidad) consiste en que tuviera lugar un ajuste abrupto del déficit en cuenta corriente estadounidense, asociado a una mayor y más acelerada depreciación del dólar y a un incremento en la volatilidad de los mercados globales de capital. Este escenario posiblemente tendría su origen en una situación en que la disponibilidad de financiamiento del déficit se tornara más difícil.

En lo que toca al precio del barril de la mezcla mexicana de petróleo, se estima que se ubique en un promedio de 20 dólares por barril en 2004. Cabe hacer notar que las cotizaciones a futuro sugieren que el precio promedio de la mezcla mexicana durante 2004 mostrará cifras por debajo de los 25.05 dólares por barril observados en el cuarto trimestre de 2003. Asimismo, dada la naturaleza de los precios de las materias primas, no debe descartarse que pudieran ocurrir episodios de volatilidad en el precio del petróleo. Finalmente, se anticipa que durante 2004, las condiciones de acceso al financiamiento externo para México continuarán siendo favorables, si bien es de esperarse que las tasas de interés y los diferenciales entre distintos tipos de activos repunten a lo largo de la fase ascendente del ciclo.

IV.2.2. Evolución Prevista para las Principales Variables Macroeconómicas en 2004

Se anticipa que durante 2004 cobrará vigor la recuperación de la economía mexicana, mostrando tasas de crecimiento mayores a las observadas en los tres años anteriores. Por el lado de la demanda agregada, se estima que las exportaciones continúen reflejando el mayor crecimiento en Estados Unidos y en el resto del mundo, especialmente al fortalecerse la expansión de las manufacturas estadounidenses. Se mantiene la previsión de que el consumo privado preservará su

relativo dinamismo, apuntalado por condiciones financieras favorables y por la disponibilidad de crédito. Por su lado, es de esperarse que la inversión del sector privado comience a recuperarse al consolidarse la demanda externa, dada la mejor posición financiera de las empresas y las reducidas tasas de interés. Asimismo, en un ambiente de holgura como el que se percibe tanto en el mercado laboral como en la capacidad instalada, no se esperaría que la oferta agregada tuviera problemas para satisfacer la mayor demanda agregada, al menos en el corto plazo.

En este contexto, y dados los supuestos relativos al entorno externo, el resultado del ejercicio de pronóstico de las principales variables macroeconómicas para 2004 es el siguiente:

Crecimiento Económico: Se estima que el PIB irá incrementando su tasa de crecimiento anual a lo largo del año. Así, se prevé que el crecimiento del PIB real en México durante 2004 se sitúe entre 3.0 y 3.5 por ciento.

Empleo: Si bien la reactivación económica inducirá un aumento en la demanda de trabajo, la lentitud con que los incrementos salariales contractuales reflejan la lasitud del mercado laboral pone un freno a la contratación de mano de obra. Por ello, se anticipa que se generarán alrededor de 300 mil empleos en el sector formal de la economía en 2004.

Cuenta Corriente: Se prevé un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 2.2 por ciento del PIB.

Inflación: Se anticipa una reducción de la inflación anual del INPC hacia el final del año. Esta evolución está en línea con una eventual convergencia de la inflación hacia su meta establecida de 3 por ciento, con un intervalo de variabilidad de más/menos uno por ciento. No obstante, a lo largo de 2004 es previsible que en algunas ocasiones durante los meses de invierno y de verano, la inflación anual se ubique temporalmente por encima de 4 por ciento. Al respecto, conviene apuntar las siguientes consideraciones:

- (a) En lo que toca a la inflación subyacente, se esperaría una ligera contribución a la reducción de la inflación general.
- (b) Es previsible que, al menos durante los primeros meses del año, continúe la trayectoria ascendente de la inflación subyacente de mercancías, reflejando, por una parte, el encarecimiento en los precios internacionales de las materias primas de los alimentos. Por la otra, también es previsible que continúe la influencia del mayor nivel del

tipo de cambio sobre dicho subíndice, si bien con un coeficiente de traspaso inflacionario relativamente reducido. Posteriormente, se esperaría una reversión gradual de la trayectoria de la variación anual de los precios subyacentes de mercancías, al regresar las cotizaciones internacionales de las materias primas a niveles más cercanos a sus promedios históricos.

- (c) Dentro de la inflación subyacente de servicios, se estima que los precios de aquéllos distintos a la vivienda retomarán una trayectoria descendente en su tasa de crecimiento. No obstante, para que los incrementos en dichos precios acentúen su tendencia descendente, resulta necesario que las negociaciones de los salarios contractuales estén basadas en la combinación de una estimación razonable del incremento en la productividad laboral y de una previsión de la inflación congruente con el objetivo de 3 por ciento.
- (d) En lo que toca a los precios de la vivienda, es de esperarse que su variación anual continúe declinando.
- (e) Por otra parte, se estima que la inflación no subyacente también contribuirá ligeramente a la reducción de la inflación del INPC.
- (f) Los precios agropecuarios tuvieron en general una evolución favorable durante 2003 (salvo los de carne y huevo) por lo que, dada la naturaleza de sus fluctuaciones, es de esperarse que registren solamente un pequeño descenso en su tasa de crecimiento.
- (g) A su vez, se anunciaron aumentos a los precios de bienes y servicios concertados (como transporte público, predial y agua en el D.F.), si bien se espera una disminución en el crecimiento de los precios de los bienes y servicios administrados.
- (h) Finalmente, en la educación se anticipa solamente una moderada reducción en el crecimiento de las colegiaturas.

Cabe señalar que el panorama inflacionario esperado para 2004 contempla que, en el escenario base, continuará la convergencia de la inflación hacia su objetivo. Esta tendencia se sustenta en dos factores. Por un lado, se estima que la lasitud que prevalece en los mercados laboral y de bienes permitiría acomodar una expansión de la demanda agregada sin presiones considerables de precios. Por el otro, no se anticipan perturbaciones de oferta de

consideración, con lo cual las presiones inflacionarias provenientes de esta fuente son previsiblemente moderadas.

IV.2.3. Balance de Riesgos

El escenario previsto está sujeto a diversos elementos de riesgo. Ya se comentaron previamente los principales elementos de incertidumbre de origen externo: la posibilidad de que el crecimiento económico de los Estados Unidos se vea afectado por una corrección desordenada de los déficit fiscal y de cuenta corriente en el mediano plazo. Ello puede afectar el curso previsto para la economía mexicana, en particular, si el ajuste recayera en cierta medida sobre la demanda de productos que exporta México o involucrara una volatilidad desmedida en los mercados globales de capital.

En el ámbito interno, es previsible que el mayor crecimiento económico esperado en México durante 2004 sea de carácter eminentemente cíclico. Por ello, no deben desestimarse las fuerzas seculares que se han observado a lo largo de los últimos años y que tienden a reducir el crecimiento potencial de la economía mexicana. En este sentido, vale la pena reiterar, como lo ha venido haciendo el Banco de México desde hace tiempo, que las exportaciones mexicanas han venido perdiendo competitividad en los mercados globales, como lo muestra su menor participación en el mercado estadounidense. Dicha pérdida de competitividad implica desaprovechar el acceso preferencial que México tiene al mercado de Estados Unidos y que podría verse erosionado en pocos años ante la creciente apertura. Asimismo, a pesar de la recuperación esperada, la tasa de crecimiento del PIB parece todavía ser inferior a la potencial e insuficiente para combatir con eficacia la pobreza y otros rezagos sociales.²³ De hecho, la debilidad que ha mostrado la formación bruta de capital fijo en los últimos tres años es muy preocupante para las perspectivas de crecimiento en el largo plazo. Así, la recuperación económica esperada para 2004 puede mitigar la percepción de que es necesario adoptar medidas estructurales, por parte de todos los órdenes de gobierno, que contrarresten la pérdida de competitividad y productividad de la economía. Continuar postergando dichas medidas sería de graves consecuencias para el bienestar de los mexicanos en el largo plazo.

El cierre observado para la inflación general en 2003 implica el riesgo de que, en algunas ocasiones durante el presente

²³ El INEGI ha dado a conocer un número de indicadores que muestran que de 2000 a 2002 se registró un cierto avance en términos de combate a la pobreza y de desigualdad del ingreso en México.

año, el aumento de los precios exceda al 4 por ciento a tasa anual. Este hecho, aunado a la presencia de perturbaciones de oferta adicionales, puede afectar negativamente las expectativas de inflación e inducir una retroalimentación sobre la subyacente. Ello es particularmente relevante en el primer trimestre del año, ya que en dicho periodo se llevan a cabo un número importante de revisiones salariales.

En consecuencia, el Banco de México actuará de manera tal que se evite el deterioro de las perspectivas, y se prosiga la convergencia de la inflación hacia su objetivo formal de 3 por ciento.

Desde una perspectiva de largo plazo, el principal reto del Banco de México es consolidar la estabilidad de precios alrededor de la meta referida. En este sentido, si bien la convergencia gradual hacia una inflación baja y estable, aunada a diversas reformas estructurales en materia financiera ha incrementado de manera importante la disponibilidad de crédito en la economía, aún hay camino por recorrer. La disminución adicional de la inflación conllevará tasas de interés todavía menores, con los beneficios subsecuentes. Con tasas de interés más reducidas y estables, la evaluación de los riesgos asociados tanto al otorgamiento como a la contratación de crédito es más eficiente. De esta forma, al consolidarse la estabilidad de precios, se crean condiciones estructurales en el sistema financiero que permiten sustentar un crecimiento económico mayor en el largo plazo. Así, una restricción histórica que había enfrentado la economía nacional, podría aminorarse adicionalmente de manera considerable en el futuro previsible.

Asimismo, la permanencia de estabilidad de precios también tendría beneficios adicionales en otros ámbitos. Tanto las empresas como las familias se verían favorecidas por la ausencia de sorpresas inflacionarias, que pongan en riesgo su patrimonio y tendrían una mayor certidumbre para emprender planes y proyectos de largo plazo, lo que favorecerá el ahorro y la inversión. Por otra parte, al erradicar el fenómeno inflacionario podría permitir que los precios reflejen fielmente las condiciones de escasez relativa en la asignación de los recursos y se evitaría su impacto nocivo sobre la distribución de la riqueza.

V. Consideraciones Finales

Durante los últimos años se ha avanzado notablemente hacia la estabilidad de precios en México. Sin embargo, la tasa actual de inflación y las perspectivas del público al respecto señalan con claridad que el fenómeno no ha sido erradicado. En consecuencia, el Banco de México considera que es necesario persistir en los esfuerzos tendientes a conseguir el objetivo de 3 por ciento.

Alcanzar la meta referida no significa el fin de la tarea de estabilización. La economía mexicana está sujeta todavía a la influencia de choques impredecibles de distinto tipo y presenta desajustes significativos en algunos precios relativos. La ocurrencia de perturbaciones imprevistas y la necesidad eventual de reacomodar algunos precios, puede ocasionar desviaciones temporales de la inflación con respecto a la meta. Además, conviene recordar que la política monetaria no influye con absoluta certeza y con precisión temporal sobre la trayectoria de la inflación. Así pues, el Banco de México está conciente de que la desinflación en curso es parte de un proceso largo y difícil. Al mismo tiempo, reitera su convicción de que la estabilidad constituye una característica de las economías que no sólo favorece la aceleración del desarrollo, sino la mejor dispersión de sus beneficios.

Por otra parte, la economía mexicana ha crecido durante tres años por debajo de su potencial. Ello ha significado que el avance en la disminución de la pobreza, el fortalecimiento de la infraestructura, la generación de empleos, la inversión en las capacidades básicas y la preparación de las nuevas generaciones de mexicanos, hayan procedido con menor rapidez de lo que es deseable.

El reducido crecimiento económico de México debe analizarse a la luz de dos fenómenos que se han manifestado en los últimos años. Por un lado, es evidente que la economía mexicana ha venido perdiendo competitividad en un mundo globalizado. Mientras hemos permanecido rezagados en la modernización de nuestra economía, otras naciones del orbe han procedido a insertarse con vigor y determinación en la economía global. Por el otro, las empresas manufactureras continúan la búsqueda de las ubicaciones más rentables a nivel internacional en donde realizar su producción. Ello ha dado origen a que las actividades manufactureras que utilizan la mano de obra con mayor intensidad

relativa, tiendan a desplazarse de las naciones con costos laborales más altos y cuellos de botella en sectores fundamentales para la economía, hacia aquéllas con menores costos de la mano de obra y un marco económico más flexible y eficiente. De esta forma, la producción manufacturera en diversos sectores (textiles y electrónicos, entre muchos otros) ha emigrado de los países industriales hacia economías emergentes con mayor competitividad, especialmente en Asia. Este fenómeno adquiere mayor relevancia si se considera que el vínculo del comercio internacional de México es en un sector en el que nuestro principal socio tiende a perder participación a nivel global.

Al considerar estas dos tendencias, puede afirmarse que el rendimiento de los proyectos de inversión en México viene reduciéndose en comparación con el de otras naciones. En consecuencia, México ha perdido atractivo para la inversión nacional y extranjera, como lo sugiere la evolución tanto de la formación bruta de capital fijo, como de la inversión extranjera directa. Así, resulta lamentable que en una coyuntura en que, por primera vez en la última década, la oferta de financiamiento en términos generales no parece ser una limitante importante, la falta de crecimiento provenga de una menor inversión.

La reducción de la tasa del crecimiento potencial de la economía mexicana, producto de un menor esfuerzo de inversión, también tendría consecuencias para el manejo inflacionario en el largo plazo. En efecto, una economía poco competitiva tiene dificultades para generar las reducciones de costos que permitan mantener la rentabilidad de las empresas sin necesidad de incrementar los precios. Lo anterior es de particular pertinencia para el caso de los bienes y servicios en sectores no comerciables.

Por ende, para materializar y consolidar el potencial de la economía mexicana, es necesario acrecentar su capacidad de competir. Nuestra economía requiere ser cada vez más flexible para adaptarse a las cambiantes condiciones de un mundo en constante transformación. Para que lo anterior pueda ocurrir, debe avanzarse en varias vertientes. Antes que nada, el gobierno requiere de más recursos para invertir en infraestructura y capital humano, así como para extender la red de protección social. Asimismo, debe estimularse la productividad y eficiencia del sector energético mexicano, ofreciéndole un marco jurídico idóneo, a la altura de un mundo cada vez más integrado. El ámbito fiscal y energético confluyen, por ejemplo, en los precios de distintos hidrocarburos. Resulta paradójico, que por motivos fiscales, los precios nacionales de algunos productos no reflejen la abundancia

relativa de dichos energéticos, generando mayores costos a la industria nacional.

En paralelo a las vertientes anteriores, debe robustecerse el Estado de Derecho, consolidar la estabilidad económica y contar con mercados más ágiles, concurridos y eficaces. Por ello, como en informes anteriores, el Banco de México reitera la conveniencia de alcanzar los acuerdos para la instrumentación del cambio estructural y el fortalecimiento institucional que nuestro país requiere.