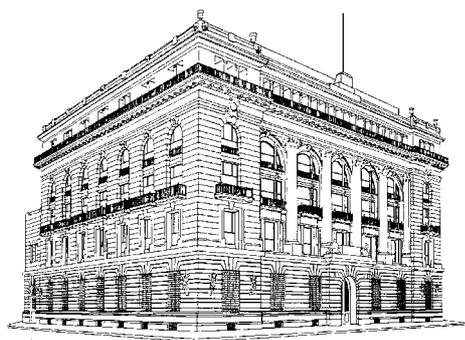


Informe sobre la  
Inflación  
Octubre – Diciembre 2002  
y  
Programa Monetario  
para 2003

---



ENERO, 2003

---



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

**Subgobernadores**

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÚÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB



### ***ADVERTENCIA***

*A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 24 de enero de 2003. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.*



## INDICE

<b>I. Introducción</b>	<b>1</b>
<b>II. Informe sobre la Inflación: Octubre-Diciembre 2002</b>	<b>3</b>
II.1. Evolución Reciente de la Inflación	3
II.2. Comportamiento de los Distintos Indicadores de Inflación	4
II.2.1. Inflación Anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente	4
II.2.2. Inflación Mensual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente	6
II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor	9
II.3. Principales Determinantes de la Inflación	9
II.3.1. Entorno Externo	10
II.3.2. Evolución de la Economía de los Estados Unidos	10
II.3.3. Evolución de la Economía del Resto del Mundo	14
II.3.4. Precio del Petróleo	15
II.3.5. Remuneraciones, Salarios y Empleo	16
II.3.6. Oferta y Demanda Agregadas	23
II.3.7. Balanza de Pagos, Flujos de Capital y Tipo de Cambio	27
II.3.8. Precios Administrados y Concertados	35
II.3.9. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación	36
II.3.10. Resumen	36
II.4. La Política Monetaria Durante el Cuarto Trimestre de 2002	37
II.4.1. Acciones de Política Monetaria	37
II.5. Agregados Monetarios y Crediticios	41
II.5.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales Netos	41
II.5.2. Agregados Monetarios	43
II.5.3. Financiamiento al Sector Privado	45
<b>III. Perspectivas del Sector Privado para 2003</b>	<b>47</b>

III.1. Pronóstico sobre los Principales Determinantes de la Inflación	47
III.2. Expectativas sobre la Inflación	49
<b>IV. Programa Monetario para 2003</b>	<b>50</b>
IV.1. Elementos del Programa Monetario	50
IV.1.1. Objetivos del Programa	51
IV.1.2. Instrumentación de la Política Monetaria	52
IV.1.3. Análisis de la Coyuntura Económica y de las Presiones Inflacionarias y Política de Comunicación	53
IV.2. Perspectivas para el Año 2003 y Balance de Riesgos	53
IV.2.1. Entorno Internacional	53
IV.2.2. Evolución Prevista para las Principales Variables Macroeconómicas en 2003	59
IV.2.3. Balance de Riesgos	63
<b>V. Consideraciones Finales</b>	<b>67</b>

## I. Introducción

---

En 2002 la evolución de la economía nacional resultó menos favorable que la anticipada al inicio del año. Al respecto, se estima que el PIB haya crecido a una tasa cercana a 1.1 por ciento, inferior a la de 1.5 por ciento señalada en el Programa Monetario para 2002. Al igual que en años anteriores, el determinante fundamental de la actividad económica en México fue la trayectoria de las principales variables económicas en los Estados Unidos. Si bien el PIB de ese país se expandió en 2002 a una tasa superior a la prevista al comenzar el año (2.4 vs. 0.7 por ciento), la producción industrial experimentó una variación negativa más pronunciada que la esperada (-0.7 vs. -0.4 por ciento). Esto último afectó adversamente al crecimiento de la economía mexicana, ya que su principal vínculo con la actividad económica de los Estados Unidos se da precisamente con la producción industrial, mediante el intercambio comercial.

Cabe destacar que, por segundo año consecutivo, el sector externo y la inversión hicieron una contribución negativa al crecimiento económico y, por tanto, este último nuevamente se sustentó en el consumo. La debilidad de la inversión es especialmente preocupante ya que limita la capacidad de ampliación futura y modernización de la planta productiva.

La lenta expansión que experimentó la economía nacional en 2002 estuvo acompañada de una creación de empleos prácticamente nula. Además, la tasa de desocupación continuó mostrando una tendencia ascendente, lo cual es indicativo de que el subempleo, el empleo informal y la salida de trabajadores de la fuerza laboral no pudieron compensar el impacto de la escasa creación de empleos en el sector formal. Así, la generación de puestos de trabajo con el doble objetivo de reponer los que se perdieron y de acomodar a los nuevos entrantes a la fuerza laboral queda como uno de los principales retos que enfrentará la economía en los próximos años.

La inflación anual del INPC aumentó de 4.40 por ciento al cierre de 2001 a 5.70 por ciento en diciembre de 2002. Este incremento y la desviación respecto de la meta de 4.5 por ciento, se explican en su totalidad por el importante repunte que experimentó la inflación anual del subíndice de precios administrados<sup>1</sup> y

---

<sup>1</sup> En particular, la electricidad residencial y el gas doméstico.

concertados y la de los productos agropecuarios. Por otra parte, la reducción de las presiones inflacionarias de mediano plazo se hizo patente en el descenso que mostraron tanto la inflación subyacente como la del subíndice de la educación.

Ante este escenario, la política monetaria se concentró en evitar que tuviese lugar una contaminación tanto de las expectativas de inflación como de la inflación subyacente. A este respecto, cabe señalar que los esfuerzos realizados en los últimos años en el frente inflacionario y en el ámbito fiscal, han tenido como resultado que en la actualidad las tasas de interés reales se encuentren alrededor de sus niveles mínimos históricos. Ello ha influido de manera significativa en la recuperación del crédito al consumo y, por ende, en el incremento de dicho agregado de gasto. Lo anterior ha sido el principal factor que ha apoyado el crecimiento económico en los últimos dos años.

Durante 2003 se anticipa que la recuperación del crecimiento en los Estados Unidos (sobre todo de su sector industrial) tenga un efecto positivo sobre la economía mexicana, en primera instancia a través de un repunte en el sector industrial exportador. Posteriormente, ello daría impulso a una reactivación del consumo, de la inversión y del empleo. Aun cuando la expectativa es que en 2003 el crecimiento económico será más vigoroso, éste se ubicará por debajo de su potencial por tercer año consecutivo y todavía resultará insuficiente para recuperar tanto los niveles de ingreso per cápita que tenía el país al cierre de 2000 como los empleos perdidos desde entonces. En consecuencia, resulta necesario estimular las fuentes internas de crecimiento a través del avance de la agenda de reformas estructurales planteada por el Ejecutivo Federal.

En cuanto a la evolución de la inflación anual en 2003, se prevé que a partir del segundo trimestre la del INPC comenzará a descender y a cerrar la brecha que actualmente existe con la inflación subyacente y con la meta de mediano y largo plazos. Para la inflación subyacente, el pronóstico es que disminuya gradualmente a lo largo del año. Si bien la Junta de Gobierno del Banco de México estima que la postura actual de la política monetaria es congruente con el cumplimiento del objetivo propuesto, los riesgos están claramente sesgados al alza. Es por ello que la autoridad monetaria evaluará de manera continua las presiones inflacionarias y actuará, de manera decidida, cuando se anticipen o detecten perturbaciones que pudieran dar lugar a desviaciones de la inflación respecto a la meta.

## II. Informe sobre la Inflación: Octubre-Diciembre 2002

---

### II.1. Evolución Reciente de la Inflación

---

La trayectoria de los precios durante el cuarto trimestre de 2002 tuvo como resultado que la meta de inflación anual (4.5 por ciento) haya sido rebasada por primera vez en los últimos cuatro años. La evolución de la inflación anual subyacente en el periodo fue acorde con la anticipada, ya que se mantuvo relativamente constante en el trimestre, cerrando el año en un nivel inferior a 4 por ciento. La disparidad observada entre la evolución del INPC y la del índice de precios subyacente respondió fundamentalmente a dos factores: primero, al incremento que registró la tasa anual de crecimiento del subíndice de precios administrados y concertados y, en segundo término, al alza de los productos agropecuarios. Por ejemplo, si durante 2002 los precios administrados y concertados hubieran aumentado a una tasa de 4.5 por ciento, la inflación anual del INPC hubiese sido de 4.6 por ciento. En síntesis, lo más relevante en el periodo reportado en cuanto al movimiento de los precios fue lo siguiente:

- (a) Aumentó significativamente la inflación anual del INPC;
- (b) La inflación anual subyacente se redujo ligeramente. En cuanto a sus componentes, el incremento en la tasa anual de variación de los precios de las mercancías se compensó con el descenso en la de los servicios;
- (c) La inflación anual de los bienes y servicios con precios administrados y concertados se incrementó, debido al drástico aumento de los precios de la electricidad residencial y del gas doméstico; y
- (d) Los precios de los productos agropecuarios mostraron su característico comportamiento volátil. Así, se revirtió el bajo nivel que presentó la inflación anual en este rubro durante el trimestre anterior.

## II.2. Comportamiento de los Distintos Indicadores de Inflación

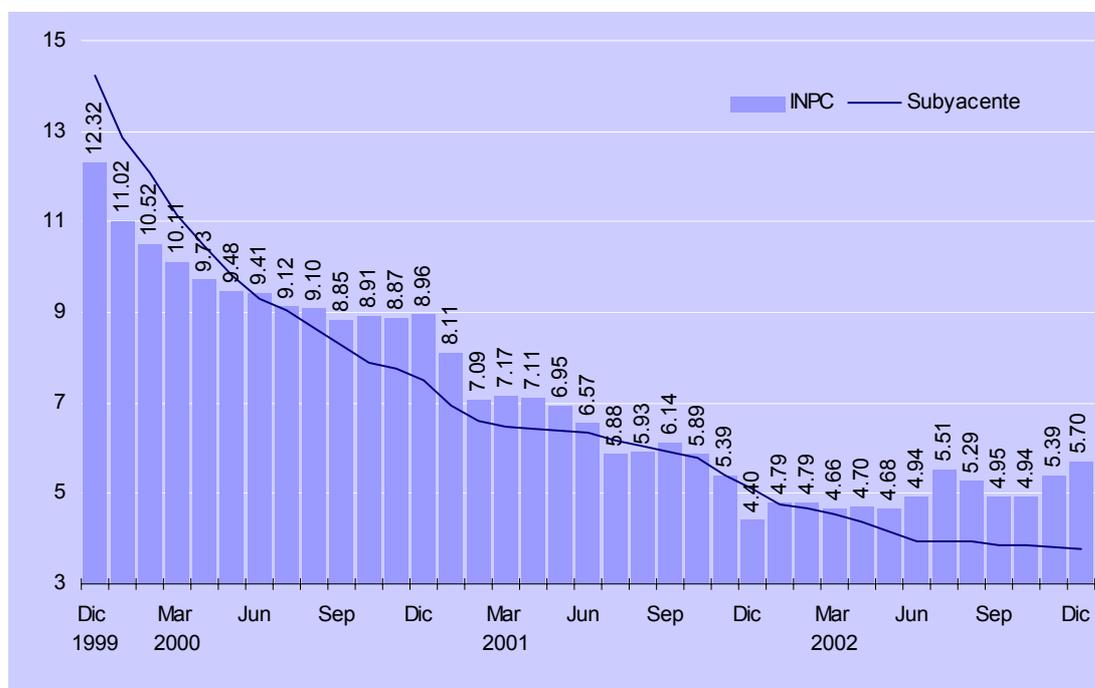
### II.2.1. Inflación Anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente

La inflación del INPC cerró 2002 en 5.70 por ciento, lo que implicó un incremento de 0.75 puntos porcentuales con respecto a su nivel de cierre del trimestre precedente (Gráfica 1).

Gráfica 1

#### Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente

Variación anual en por ciento



La inflación subyacente tuvo una reducción marginal durante el cuarto trimestre de 2002 y no se contagió del incremento que registró la inflación general ni con la depreciación del tipo de cambio ocurrida a partir de abril. Por tanto, la pauta que siguió la inflación general en el trimestre fue determinada por los subíndices de precios que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente.

La inflación de los bienes con precios administrados y concertados se elevó en el lapso de octubre a diciembre, por cuarto trimestre consecutivo (Cuadro 1). Dicho aumento se debió

principalmente al alza de los precios del gas doméstico<sup>2</sup> y de la electricidad residencial. Ello incidió considerablemente en el INPC, toda vez que la ponderación de estos dos rubros es relativamente elevada<sup>3</sup>.

Por otro lado, la inflación de los productos agropecuarios también contribuyó a que la inflación general se recrudeciera en el último trimestre de 2002 (Cuadro 1).

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

	Variaciones Anuales			Variaciones Trimestrales		
	Dic 2002/ Dic 2001	Sep 2002/ Sep 2001	Dic 2001/ Dic 2000	Dic 2002/ Sep 2002	Sep 2002/ Jun 2002	Dic 2001/ Sep 2001
	INPC	5.70	4.95	4.40	1.69	1.27
Subyacente	3.77	3.85	5.08	0.71	0.63	0.78
Mercancías	1.95	1.85	3.85	0.55	0.17	0.46
Servicios	6.23	6.61	6.87	0.89	1.17	1.26
Agropecuarios	8.65	2.38	1.35	6.22	2.23	0.10
Frutas y Verduras	22.23	5.90	-5.97	14.22	3.79	-1.04
Carne y Huevo	-0.10	0.04	6.84	0.72	1.15	0.86
Educación	10.04	10.10	14.02	0.00	8.76	0.05
Administrados y Concertados	10.96	9.23	2.21	4.07	1.06	2.45
Administrados	16.84	12.93	-1.26	8.46	1.85	4.83
Concertados	6.12	6.41	5.13	0.39	0.41	0.66

La inflación subyacente de las mercancías se mantuvo prácticamente sin cambios de septiembre a diciembre de 2002, aunque en un nivel muy inferior a la del resto de los bienes en la economía (Gráfica 2). Ello es indicativo de que la depreciación del tipo de cambio, que tuvo lugar a partir del segundo trimestre del año, no ha tenido hasta el momento un efecto discernible sobre los precios internos.

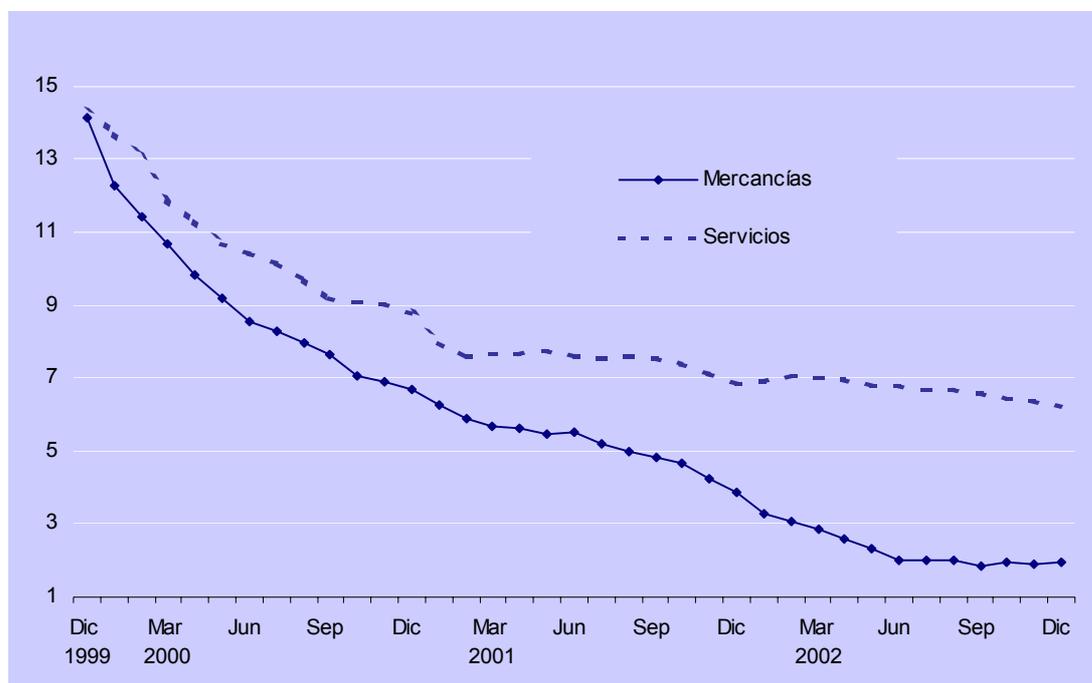
<sup>2</sup> El alza en el precio del gas doméstico coincidió con el incremento en el precio de importación de este combustible.

<sup>3</sup> Las ponderaciones que tienen el gas doméstico y la electricidad residencial en el INPC son 1.84 y 2.27 por ciento, respectivamente.

Gráfica 2

**Indices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios**

Variación anual en por ciento



En el cuarto trimestre de 2002, la inflación subyacente de los servicios tuvo su descenso más pronunciado del año, 0.38 puntos porcentuales (Gráfica 2). Sin embargo, ello no fue un fenómeno generalizado en dicho sector, ya que la tasa de crecimiento de los precios de la vivienda a lo largo del año aumentó. Esta tendencia persistió entre septiembre y diciembre y de ahí que en el cuarto trimestre la inflación del resto de los servicios subyacentes haya experimentado una reducción de 0.66 puntos porcentuales (Recuadro 1).

### II.2.2. Inflación Mensual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente

Durante las últimas semanas de 2002, la inflación del INPC experimentó el repunte estacional característico de la época navideña. Aún cuando el incremento resultó mayor que en otras ocasiones, la serie de tendencia de la inflación general disminuyó, lo que parece confirmar que dicho aumento tiene efectivamente un carácter transitorio (Gráfica 3).

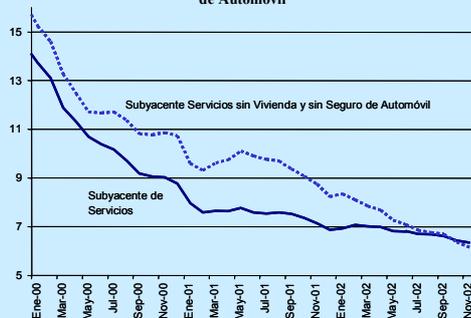
**Recuadro 1**

**Consideraciones sobre la Inflación Subyacente de los Servicios**

La inflación anual subyacente de los servicios mostró un comportamiento relativamente rígido a la baja durante 2002. Sin embargo, el estancamiento no fue un fenómeno generalizado en ese sector, sino principalmente una consecuencia del repunte de los precios de tres genéricos: vivienda propia<sup>1</sup>, renta de vivienda y seguro de automóvil.

Al comparar el desempeño de la inflación anual subyacente de los servicios con una medición de ésta que excluye las inflaciones de esos tres conceptos, es posible observar que durante 2002 la segunda registró una trayectoria descendente más pronunciada que la primera (Gráfica 1). Ello sugiere que la relativa estabilidad de la inflación subyacente de los servicios no ha sido un fenómeno característico de todo el sector.

**GRÁFICA 1**  
Inflación Anual Subyacente de los Servicios e Inflación Anual Subyacente de los Servicios sin Vivienda Propia y en Renta y sin Seguro de Automóvil



El análisis del desempeño del índice subyacente de los servicios revela que su relativa constancia en 2002 se explica principalmente por el incremento de la inflación anual de la vivienda propia y de la renta de vivienda. La ponderación de estos dos genéricos en el índice de precios subyacente de los servicios es muy elevada (36.79 y 7.75 por ciento, respectivamente). Asimismo, en ese comportamiento influyó el aumento en el precio del seguro de automóvil. En este último caso, aún cuando su ponderación no es muy alta (1.36 por ciento), el subíndice experimentó una elevación significativa en términos anuales que contrastó con la caída observada en el año anterior.

En 2002 la inflación subyacente de los servicios disminuyó 0.64 puntos porcentuales. Esta diferencia fue el resultado de una contribución positiva de 0.52 puntos porcentuales por parte de la vivienda propia y en renta y del seguro de automóvil, y una negativa de 1.15 puntos porcentuales del resto de los genéricos que integran el índice de precios subyacente de los servicios (Cuadro 1). No obstante, es conveniente destacar que aún cuando la inflación anual del seguro de automóvil, de la vivienda propia y de la renta de vivienda repuntó durante 2002, ello ocurrió a partir de un nivel inferior al del resto de los

<sup>1</sup> Renta imputada a la vivienda ocupada por su propietario.

servicios que se incluyen en el índice. Es decir, en años anteriores los precios de estos tres genéricos habían contribuido en una proporción significativa al descenso de la inflación.

**CUADRO 1**  
Inflación Anual Subyacente de los Servicios: Incidencia de Genéricos Selectos

	Inflación Anual Dic 2001 A	Inflación Anual Dic 2002 B	Diferencia Inflación Anual (B-A)	Estructura de la Diferencia
Subyacente de los Servicios	6.87	6.23	-0.64	-0.64
Seguro de Automóvil	-8.39	4.49	12.88	0.18
Vivienda Propia	5.74	6.36	0.62	0.23
Renta de Vivienda	6.03	7.41	1.38	0.11
Resto de los Servicios	8.23	6.01	-2.22	-1.15 <sup>1/</sup>

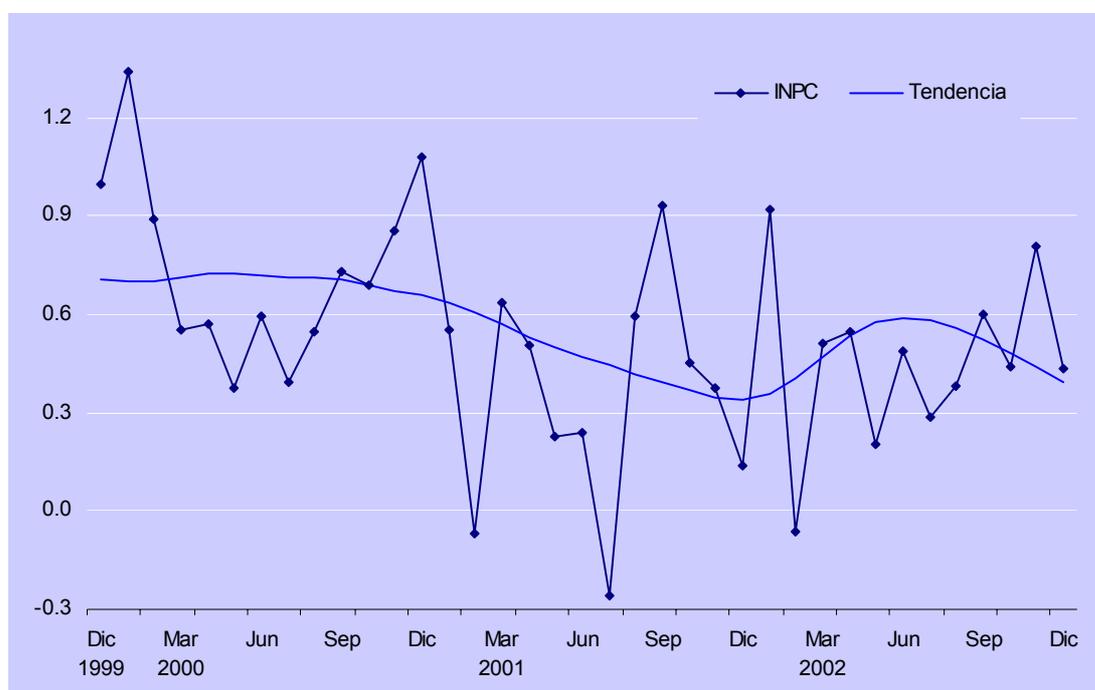
<sup>1/</sup> Calculado de manera residual.

La explicación del comportamiento que han tenido los precios del seguro de automóvil reside en los diversos cambios que han experimentado las variables que inciden sobre la formación de los precios en esa industria, sin que claramente pueda señalarse una sola que explique por sí misma el fenómeno. Entre las variables que podrían ser relevantes a tal efecto se tienen las siguientes: una modificación de la concentración en el mercado de los seguros de automóvil y cambios tanto en la siniestralidad esperada, como en los servicios que integran una póliza de seguro.

El comportamiento histórico que ha mostrado el subíndice de precios del seguro de automóvil, y la evolución de los precios de los bienes y servicios que se protegen con este tipo de seguro, sugieren que el repunte inflacionario que se registró en 2002 difícilmente se repetirá en 2003.

De igual forma, el incremento que mostró durante 2002 la tasa de crecimiento anual de los precios de la vivienda (propia y en renta) puede deberse a diversos factores. Entre éstos destaca la posibilidad de que el aumento haya respondido a una realineación del precio relativo de la vivienda con respecto a su nivel de largo plazo, impulsada por un efecto rezagado de la recuperación económica. Asimismo, la disminución que han registrado las tasas reales de interés pudo haber generado alguna presión sobre los precios de los bienes raíces. Por otra parte, un efecto complementario podría provenir de la mayor estabilidad que se ha alcanzado en el ámbito macroeconómico, pues ello permite a los agentes económicos realizar inversiones con un horizonte de largo plazo. Cabe señalar que a diferencia de lo ocurrido con los precios del seguro de automóvil, en el caso de la inflación anual de la vivienda su desempeño a futuro se presenta más incierto. Esto obedece a que los precios de la vivienda dependen de una diversidad de factores cuya interacción puede dar lugar a ciclos relativamente largos.

**Gráfica 3** **Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
Variación mensual en por ciento



En contraste con lo ocurrido en el cuarto trimestre de 2001, en el periodo octubre-diciembre de 2002 la inflación observada fue mayor que la estimada por los especialistas en economía del sector privado (Cuadro 2).

**Cuadro 2** **Inflación Mensual Observada y Esperada**  
Por ciento

	2002		2001	
	Observada	Esperada <sup>1/</sup>	Observada	Esperada <sup>1/</sup>
Octubre	0.44	0.29	0.45	0.60
Noviembre	0.81	0.34	0.38	0.68
Diciembre	0.44	0.42	0.14	0.87

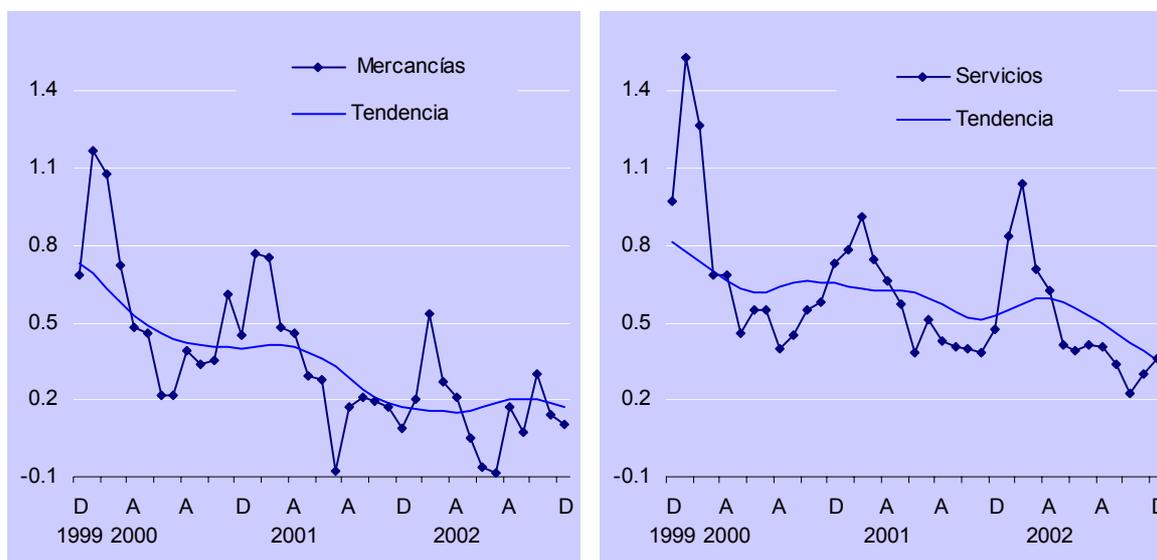
<sup>1/</sup> Inflación esperada al final del trimestre previo según la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba el Banco de México.

La serie de tendencia de la inflación subyacente de las mercancías disminuyó ligeramente entre septiembre y diciembre de 2002. Asimismo, en ese lapso se redujo significativamente la inflación subyacente de los servicios. Este resultado apunta hacia una recomposición de la contribución de los precios de las mercancías y de los servicios subyacentes a descensos ulteriores de la inflación subyacente (Gráfica 4).

**Gráfica 4**

**Indices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios**

Variación mensual en por ciento



**II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor**

La inflación anual del INPP sin petróleo y sin servicios cerró 2002 en 6.29 por ciento. Así, con relación a su nivel al final de septiembre la tasa de crecimiento anual de este índice aumentó 2.10 puntos porcentuales. Ello obedeció en lo fundamental al impacto de las elevaciones de los precios de la electricidad y del gas licuado, y a la depreciación del tipo de cambio. Cabe señalar que en el pasado los incrementos en la inflación anual del INPP sin petróleo y sin servicios usualmente eran seguidos por alzas en la inflación del INPC. Sin embargo, a la fecha no se han observado, con contadas excepciones. El anterior fenómeno es similar a la ausencia de transmisión de los movimientos cambiarios a los precios internos y podría sugerir que los agentes económicos anticipan que dichos movimientos no se repetirán. Por tanto, las expectativas de inflación de mediano plazo no se modificaron.

**II.3. Principales Determinantes de la Inflación**

En esta sección se analizan los principales factores que inciden sobre la inflación. En primer lugar se examina la evolución del entorno internacional. A continuación, se revisa el comportamiento de los salarios y de la productividad. En el siguiente inciso se describe la evolución de la demanda y oferta agregadas. Finalmente, se reporta la trayectoria de los precios administrados y concertados por el sector público.

### II.3.1. Entorno Externo

Durante el cuarto trimestre de 2002 la evolución de las variables externas que influyen sobre la marcha de la economía mexicana fue en general poco propicia. El débil ritmo de la actividad económica en los Estados Unidos y en Europa, y los eventos políticos externos –las tensiones en el Medio Oriente, las elecciones en Brasil y las protestas en Venezuela– contribuyeron a que prevaleciera un clima de inestabilidad. Además, el precio internacional del petróleo mostró una gran volatilidad en el último trimestre del año, aunque finalmente su promedio no haya diferido mucho del registrado en el trimestre previo.

### II.3.2. Evolución de la Economía de los Estados Unidos

La recuperación de la economía estadounidense continuó siendo titubeante durante el cuarto trimestre de 2002. En particular, los indicadores laborales empeoraron en el periodo, al tiempo que la posibilidad de una guerra contra Irak continuó deprimiendo las expectativas de una recuperación más vigorosa. Por esas razones, en su reunión de noviembre la Reserva Federal decidió reducir en 50 puntos base su tasa de interés objetivo. Si bien en diciembre se manifestaron algunos signos un tanto más positivos, resultaba difícil juzgar la solidez del repunte. Por tanto, los analistas no han incorporado todavía dichos signos en sus pronósticos más recientes de crecimiento para 2003.

En el tercer trimestre la tasa de crecimiento del PIB real de los Estados Unidos<sup>4</sup> fue de 4 por ciento, lo que significó un fuerte aumento con respecto a la observada en el segundo trimestre, que había sido de 1.3 por ciento. Como se comenta más adelante, este incremento obedeció en parte a factores transitorios. Por ello, no condujo a modificaciones significativas de las expectativas de crecimiento para el año en su conjunto. Los principales estímulos a la actividad durante el tercer trimestre provinieron del consumo privado y del gasto público, que aumentaron en el periodo, respectivamente, a tasas de 4.2 y 2.9 por ciento. La acumulación de inventarios también contribuyó a la expansión del PIB, aunque en menor medida que en trimestres anteriores (0.58 puntos porcentuales, contra 1.31 en el segundo trimestre y 2.6 en el primero).

Los indicadores contemporáneos y adelantados de la evolución de la demanda y de la oferta agregadas mostraron

---

<sup>4</sup> Se refiere al crecimiento trimestre a trimestre (medido a tasa anualizada) del producto ajustado estacionalmente.

durante el cuarto trimestre de 2002 niveles relativamente bajos, sugiriendo que la reactivación perdía vigor. Sin embargo, en diciembre algunos de ellos cambiaron de manera tal que despertaron un optimismo cauto entre algunos analistas. Los principales indicadores del panorama reciente de la economía estadounidense, tanto positivos como negativos, se presentan a continuación:

- (a) El consumo personal real creció en octubre y noviembre a tasas mensuales respectivas de 0.2 y 0.5 por ciento;
- (b) La producción industrial (índice desestacionalizado) registró variaciones mensuales de -0.5, 0.1 y 0.2 por ciento en octubre, noviembre y diciembre. Así, en el cuarto trimestre disminuyó 2.4 por ciento a tasa trimestral anualizada;
- (c) Los nuevos pedidos para la producción de manufacturas (desestacionalizados) mostraron variaciones mensuales de 1.4 por ciento en octubre y -0.8 en noviembre. Por su parte, las correspondientes a bienes durables, fueron de 1.7 y -1.5 por ciento;
- (d) El indicador de inicio de construcción de viviendas alcanzó en octubre y noviembre un promedio de 1.677 millones de unidades (cifra anualizada y desestacionalizada), 1.2 por ciento menor que el del tercer trimestre;
- (e) Los índices bursátiles recuperaron en el cuarto trimestre parte del terreno perdido. Así, el índice Dow Jones, que había llegado a 7,528 puntos el 4 de octubre, terminó diciembre en 8,342;
- (f) El índice de confianza de los consumidores que elabora la Universidad de Michigan tuvo un nivel de 84 puntos en el cuarto trimestre (87 puntos en diciembre), inferior al promedio de 87 unidades que alcanzó en el trimestre anterior;
- (g) El indicador del *Institute for Supply Management* registró 48.5, 49.2 y 54.7 puntos en octubre, noviembre y diciembre, respectivamente, después de haber permanecido entre 49.5 y 50.5 puntos en el tercer trimestre;

- (h) El ingreso personal disponible se expandió a una tasa mensual de 0.3 en noviembre, luego de crecer 0.2 por ciento en cada uno de los dos meses anteriores;
- (i) Las ventas al menudeo aumentaron 0.5 por ciento a tasa mensual en diciembre. El promedio de las variaciones mensuales de las ventas al menudeo pasó de -0.9 a 0.7 por ciento del tercero al cuarto trimestre;
- (j) Las tasas promedio de interés para las hipotecas continuaron reduciéndose y los índices de solicitudes de préstamos y refinanciamientos hipotecarios se han mantenido elevados;
- (k) Las ventas de automóviles y camiones ligeros fueron en diciembre de 2002 de 18.2 millones de unidades<sup>5</sup>;
- (l) Al cierre de diciembre, el promedio móvil de cuatro semanas de las solicitudes iniciales para el seguro de desempleo alcanzó un nivel de 419 mil<sup>6</sup>;
- (m) El empleo en la nómina no agrícola registró en el bimestre octubre-noviembre variaciones mensuales promedio de -17 mil puestos de trabajo<sup>7</sup>;
- (n) En el bimestre octubre-noviembre, el índice de horas trabajadas en el sector privado no agrícola permaneció constante. Además, en noviembre y diciembre la tasa de desempleo se ubicó en 6 por ciento<sup>8</sup>; y
- (o) En noviembre, la variación mensual de las órdenes de compra de bienes de capital no asociados a la defensa nacional (excluyendo aeronaves) resultó de -2.6 por ciento<sup>9</sup>.

Las estimaciones relativas al crecimiento de la economía de los Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2002 se encuentran ligeramente por arriba de uno por ciento a tasa anualizada. De concretarse, dicho desempeño resultaría menos favorable que en el tercer trimestre, reflejando en parte algunos factores que pueden

---

<sup>5</sup> En los dos meses precedentes el promedio de ventas había sido de 15.6 millones.

<sup>6</sup> Dicha cifra es superior en 42 mil solicitudes al promedio registrado al final de noviembre.

<sup>7</sup> En el trimestre anterior esta variable aumentó en 58 mil.

<sup>8</sup> Dicha tasa es superior en 0.3 puntos porcentuales al promedio observado en el trimestre agosto-octubre.

<sup>9</sup> En el período septiembre-noviembre de 2002 la variación promedio mensual resultó de -0.5 por ciento, después de haber sido de -0.4 por ciento en los tres meses precedentes.

haber motivado a que la demanda del cuarto trimestre se adelantase al tercero. Ese fue el caso, por ejemplo, de los incentivos ofrecidos por armadoras y distribuidores para la adquisición de automóviles, cuyas ventas subieron fuertemente en el tercer trimestre<sup>10</sup>. Tomando en consideración el mencionado pronóstico trimestral, los analistas estiman un crecimiento real de 2.4 por ciento para el año en su conjunto (Cuadro 3).

**Cuadro 3**

**Pronósticos del Crecimiento del PIB de los Estados Unidos**

Variación anual en por ciento

	Principios de Octubre 2002		Principios de Enero 2003	
	IV/2002	2002	IV/2002	2002
Consensus Forecasts <sup>1/</sup>	n.d.	2.4	n.d.	2.4
Deutsche Bank	1.9	2.3	1.3	2.4
Goldman Sachs	2.0	2.4	0.5	2.4
JP Morgan	2.0	2.5	1.0	2.4

<sup>1/</sup> Consensus Forecasts del 7 de octubre de 2002 y del 13 de enero de 2003. El pronóstico trimestral se refiere a la encuesta realizada en una fecha que no corresponde a la indicada. Por ese motivo no se hace mención del pronóstico trimestral en este documento.

Una de las principales debilidades de la recuperación continúa siendo la pendiente reactivación del mercado laboral. Durante el cuarto trimestre, la nómina no agrícola se redujo en 120 mil plazas y en diciembre la tasa de desempleo abierto resultó de 6 por ciento (0.4 puntos porcentuales más que en septiembre). Asimismo, al final de diciembre el número de nuevas solicitudes de seguro de desempleo por semana continuó oscilando alrededor de 400 mil, sin mostrar una tendencia definitiva a la baja.

Por otra parte, la posibilidad de una guerra entre los Estados Unidos e Irak continúa siendo un factor de riesgo para la recuperación, entre otras razones por sus efectos sobre los precios del petróleo y la confianza del consumidor.

El 6 de noviembre de 2002, después de haberla mantenido sin cambio durante el año, la Reserva Federal decidió reducir su tasa objetivo de fondos federales en 50 puntos base para ubicarla en 1.25 por ciento. Esta decisión fue tomada en función de tres factores: la desaceleración del consumo, el aumento en el desempleo y el declive de los indicadores bursátiles. El balance de riesgos sugería una reducción de las tasas de interés debido a la ausencia de presiones inflacionarias.

<sup>10</sup> Muchos de estos incentivos se mantuvieron en el cuarto trimestre de 2002, pero la venta de autos nuevos en ese periodo se redujo (aunque repuntó notablemente en diciembre).

### II.3.3. Evolución de la Economía del Resto del Mundo

Al igual que en los Estados Unidos, en la zona del euro las economías han acusado un ritmo de recuperación más lento que el anticipado, debido en gran medida a factores internos. Así, para la eurozona se estimaban crecimientos (anualizados) de 1.3 y 0.3 por ciento en los dos últimos trimestres de 2002, y de 0.8 para el año en su conjunto. La tasa de desocupación llegó a 8.4 por ciento en octubre (10 por ciento en noviembre en Alemania), y ha ejercido una influencia adversa sobre el consumo de las familias. El bajo nivel de la actividad económica no pudo ser aliviado con políticas fiscales contracíclicas debido a las restricciones impuestas por el Tratado de Maastricht.

En la zona del euro la inflación cerró 2002 en 2.3 por ciento, ligeramente por arriba del techo de 2 por ciento fijado por el Banco Central Europeo (BCE). A la luz de la débil recuperación de las economías integrantes, así como de la apreciación de su moneda frente al dólar, en diciembre el BCE redujo su tasa de interés objetivo 50 puntos base (a 2.75 por ciento).

En Japón, la evolución de la economía durante el cuarto trimestre fue en general desfavorable. Así lo sugieren los principales indicadores de corto plazo. La tasa de desempleo llegó a 5.5 por ciento en octubre, su nivel más alto hasta ese momento de 2002. Por esas razones, los principales analistas prevén una contracción real del PIB en 2002 de 0.5 por ciento, y una reducción a tasa anual de uno por ciento en el índice de precios al consumidor.

Las economías de reciente industrialización del sureste asiático tuvieron un desempeño favorable en los trimestres tercero y cuarto de 2002. Destaca el vigor de la economía de China. Ello, a pesar de la debilidad de la recuperación en las economías del G-7, que son el principal mercado de las exportaciones asiáticas. Para el grupo de los llamados “tigres”<sup>11</sup>, los analistas pronostican para 2002, en promedio, un crecimiento económico real de 4.2 por ciento y una inflación de 1.7 por ciento.

Para Latinoamérica 2002 fue un año difícil. A fines de diciembre los analistas pronosticaban que el producto interno de la región decrecería 1.1 por ciento en términos reales, al tiempo que la inflación promedio aumentaría en 10 puntos porcentuales en comparación con la de 2001.

---

<sup>11</sup> Corea del Sur, China, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán.

El principal foco de atención durante el cuarto trimestre fue Brasil, cuya inestabilidad fue en la segunda parte de 2002 una fuente de contagio para la región. Recientemente se ha registrado una mejoría de la percepción del mercado, atribuible a las señales enviadas por el presidente electo da Silva respecto a su intención de manejar las políticas macroeconómicas de forma prudente. En ese marco de mayor confianza, el FMI el 19 de diciembre completó la primera revisión del acuerdo contingente con Brasil, liberando aproximadamente 3 mil millones de dólares de dicho paquete.

Aunque el factor de mayor riesgo político parece haber sido superado, los principales analistas continúan preocupados por la deuda pública de Brasil, cuyo control requiere del mantenimiento de una disciplina fiscal estricta. Los observadores pronostican un crecimiento real en 2002 de la economía brasileña de 1.3 por ciento, y una inflación de 12 por ciento.

En Argentina las perspectivas de una recuperación sostenida siguen siendo lejanas, aunque se ha venido consolidando la opinión de que la economía ha tocado fondo. Lo más positivo ocurrido durante el cuarto trimestre fue que las variables nominales (tipo de cambio e inflación) conservaron la estabilidad alcanzada en el trimestre previo. En cuanto al sector real, comienzan a aparecer signos de recuperación. Aun así, se estima una caída del PIB real de 12 por ciento en 2002.

Durante el cuarto trimestre Venezuela sufrió una incertidumbre renovada. Sus problemas internos tuvieron fuertes repercusiones internacionales debido a que el paro nacional de labores impulsado por la oposición en diciembre fue secundado por la empresa petrolera. Ello contribuyó al aumento de los precios mundiales del petróleo. Para el año 2002, los analistas estiman una contracción real de la economía venezolana de 6.7 por ciento y una inflación de 34 por ciento.

#### **II.3.4. Precio del Petróleo**

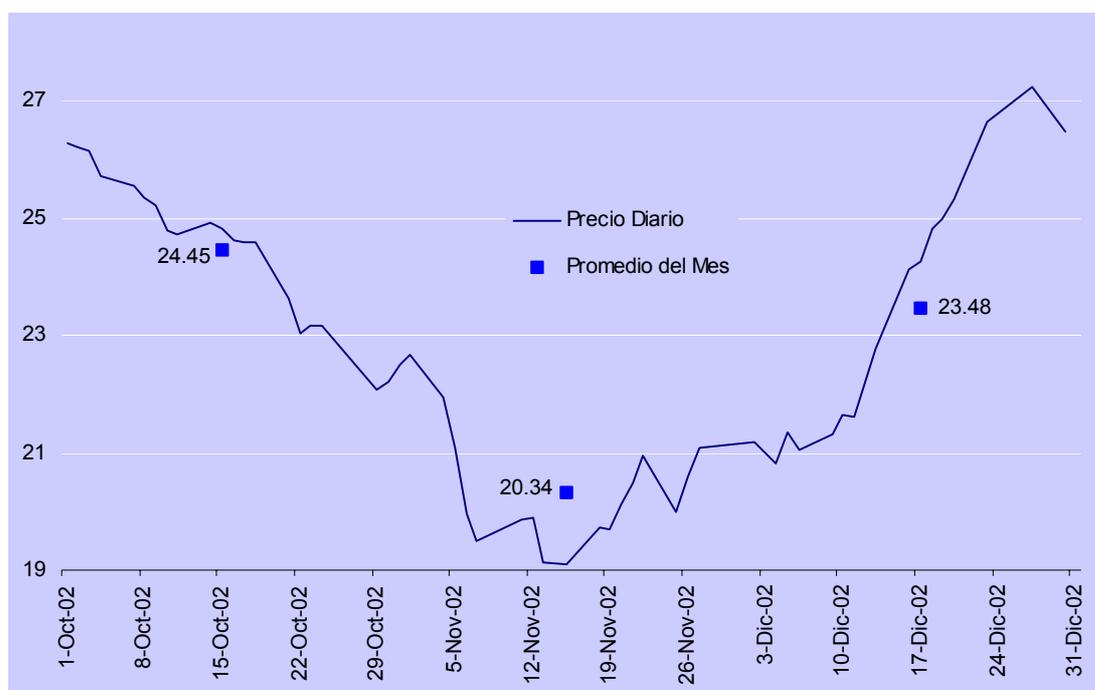
En el cuarto trimestre de 2002 el precio promedio del petróleo WTI se ubicó en 28.35 dólares por barril, semejante al que alcanzó en el tercero.

La caída que experimentó el precio del petróleo durante la primera mitad del cuarto trimestre obedeció a una sobreestimación del crecimiento de los inventarios mundiales de crudo (debida, a su vez, a la percepción de que los países de la OPEP estaban suministrando más de lo que el mercado necesitaba). La posterior corrección de esas estimaciones contribuyó a revertir la aludida

reducción de los precios del petróleo. La principal causa del aumento del precio en la segunda mitad del trimestre fue el paro nacional de labores en Venezuela, que en diciembre incluyó a la compañía petrolera. A este factor se agregó la preocupación por un posible ataque de los Estados Unidos a Irak, y por un invierno boreal especialmente frío.

En el periodo octubre-diciembre de 2002 el precio de la mezcla mexicana de petróleo se ubicó en promedio en 22.61 dólares por barril. Aunque dicho promedio resultó 1.24 dólares menor que el registrado en el tercer trimestre, la mezcla mexicana cerró en diciembre en 24.47 dólares. Con ello, el promedio en el año resultó de 21.56 dólares (Gráfica 5).

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



Fuente: REUTERS

### II.3.5. Remuneraciones, Salarios y Empleo

En el trimestre octubre-diciembre de 2002, los indicadores relativos a remuneraciones, salarios y empleo mostraron resultados mixtos. Por un lado, durante el cuarto trimestre los incrementos de los salarios contractuales volvieron a tomar la tendencia a la baja observada en el transcurso del primer semestre. Por otro lado, el empleo formal se redujo a la vez que las distintas tasas de desempleo se mantuvieron en niveles cercanos a

los registrados en el trimestre precedente. Si bien la caída del empleo formal se explica por factores estacionales, con las series desestacionalizadas también se detecta una importante reducción del ritmo de creación de empleos formales.

Como era previsible, durante el cuarto trimestre disminuyó la tasa de incremento anual de la productividad, mientras que aumentó la de los costos unitarios de la mano de obra. Ello como reflejo del carácter cíclico de las ganancias en productividad, del ritmo más lento de la actividad industrial y de la incertidumbre en cuanto a la reactivación económica.

De esta manera, durante 2002 el mercado laboral en México mostró un repunte insuficiente, tras el significativo retroceso que sufrió en 2001. El empleo formal prácticamente no creció, a la vez que los principales indicadores de desempleo se deterioraron. Si bien se moderó el incremento de los salarios nominales contractuales, la brecha con respecto a la inflación esperada aún resulta amplia. Además, en el contexto de una incertidumbre elevada acerca de la recuperación económica y de un menor vigor de la actividad industrial en los Estados Unidos, el aumento que las remuneraciones tuvieron durante 2002 se convirtió en un obstáculo para la creación de un mayor número de empleos.

### II.3.5.1. Remuneraciones

En octubre de 2002 las remuneraciones nominales registraron una variación anual entre 7.7 y 11.7 por ciento, lo cual implicó incrementos reales de entre 2.7 y 6.5 por ciento (Cuadro 4). El crecimiento de las remuneraciones nominales y reales en la Industria Maquiladora disminuyó con respecto al trimestre anterior. Por otra parte, el incremento de las remuneraciones nominales y reales en la Industria Manufacturera y en el Sector Comercio fue significativamente más pronunciado que el observado durante el tercer trimestre.

**Cuadro 4 Remuneraciones por Trabajador**  
Variación anual en por ciento

	Nominal								Real							
	2002							Promedio Ene-Oct 2002	2002							Promedio Ene-Oct 2002
	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct		Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	
Industria Manufacturera	8.9	8.6	4.7	6.0	5.7	5.6	7.7	7.3	4.0	3.7	-0.2	0.4	0.4	0.6	2.7	2.3
Industria Maquiladora	11.4	10.2	9.4	10.5	8.9	9.0	7.7	10.3	6.4	5.3	4.3	4.7	3.4	3.8	2.7	5.1
Sector Comercio	14.0	6.7	5.9	8.8	8.2	7.1	11.7	8.6	8.9	2.0	0.9	3.1	2.7	2.0	6.5	3.5

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

En octubre la productividad mostró una variación a tasa anual en los sectores analizados entre -1.4 y 5.1 por ciento. Por otro lado, en dicho mes el crecimiento anual de los costos unitarios de la mano de obra para los distintos sectores se situó en un intervalo de -2.3 a 8 por ciento. Por tanto, el aumento promedio de la productividad en octubre resultó suficiente para compensar el incremento de los salarios reales en la industria manufacturera y en la industria maquiladora, pero no en el sector comercio. De ahí el alza de los costos unitarios en este último ramo (Cuadro 5).

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

	Producto por Trabajador								Costos Unitarios de la Mano de Obra							
	2002							Promedio Ene-Oct 2002	2002							Promedio Ene-Oct 2002
	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct		Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	
Industria Manufacturera	16.5	6.7	4.3	6.7	4.8	3.7	5.1	5.5	-10.7	-2.8	-4.3	-5.9	-4.2	-2.9	-2.3	-3.0
Industria Maquiladora	3.5	2.8	3.0	5.9	0.8	1.4	4.3	2.0	2.8	2.4	1.3	-1.1	2.7	2.4	-1.5	3.1
Sector Comercio	3.7	-1.3	-5.1	0.0	-2.6	-3.6	-1.4	-2.3	5.0	3.3	6.3	3.1	5.4	5.9	8.0	5.9

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

En cuanto a la productividad media y personal ocupado en la industria manufacturera no maquiladora, durante octubre los resultados fueron como sigue: la tasa de crecimiento anual de la productividad media siguió estabilizándose, a la vez que la correspondiente al personal ocupado continuó aumentando. Por otra parte, la tasa de incremento anual del Índice de Volumen de la Producción Industrial, que comenzó a atenuarse a partir de junio, se mantuvo prácticamente sin cambio en el bimestre octubre-noviembre.

### II.3.5.2. Salarios Contractuales

En el cuarto trimestre de 2002 el aumento promedio ponderado de los salarios nominales contractuales resultó de 4.9 por ciento, inferior al que registraron en el trimestre previo. Con ello se recuperó la tendencia descendente que se había observado en la primera mitad de 2002.

En el período de referencia, al igual que había ocurrido en los meses precedentes, los salarios contractuales nominales crecieron a tasas mayores en la industria manufacturera que en otros sectores (Cuadro 6). Si bien la productividad en el sector manufacturero ha aumentado más que en otros sectores, ello podría ser un fenómeno de carácter transitorio.

La tasa de incremento de los salarios contractuales fue sustancialmente más elevada en el cuarto trimestre de 2002 en las empresas privadas que en las empresas públicas (Cuadro 6).

La brecha entre los incrementos nominales de los salarios contractuales y la inflación esperada para los siguientes doce meses se ubicó en un nivel promedio de 0.8 por ciento en el cuarto trimestre de 2002 (Gráfica 6). Dicho diferencial es más estrecho que el de 2.1 por ciento observado en el tercer trimestre. Así, la brecha pasó de un promedio de 2.7 por ciento en 2001 a uno de 1.6 por ciento en 2002.

**Cuadro 6 Salarios Contractuales por Sectores y por Tipo de Empresa**  
Variación anual en por ciento

	2002									
	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Promedio Ene-Dic
Total	5.8	6.5	6.0	6.8	6.6	5.7	4.8	5.2	5.8	5.8
Manufacturas	6.6	6.4	6.5	7.0	6.8	5.7	6.1	5.0	5.9	6.2
Otros Sectores	5.6	6.6	5.8	6.5	6.4	6.2	4.6	5.3	5.7	5.5
Empresas Privadas	6.0	6.5	6.2	6.8	6.6	6.3	5.8	5.4	5.8	6.4
Empresas Públicas	5.5	5.1	4.7	6.4	5.5	5.5	4.5	4.3	7.0	4.9

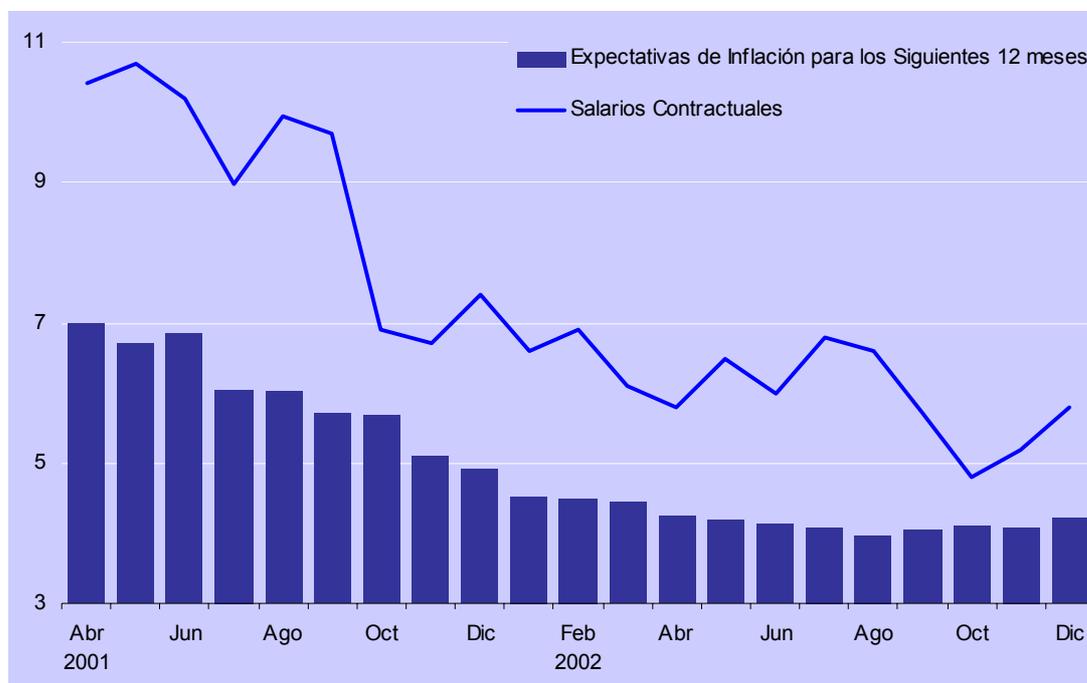
Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social.  
\*Información Preliminar

El estrechamiento de la brecha entre los incrementos nominales de los salarios contractuales y la inflación esperada aún no es suficiente. Únicamente en la medida en que sea más acorde con las ganancias sostenibles en la productividad sería posible prever una recuperación más vigorosa del empleo.

Gráfica 6

**Salarios Contractuales e Inflación Esperada para los Sigüientes 12 Meses**

Variación anual en por ciento



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

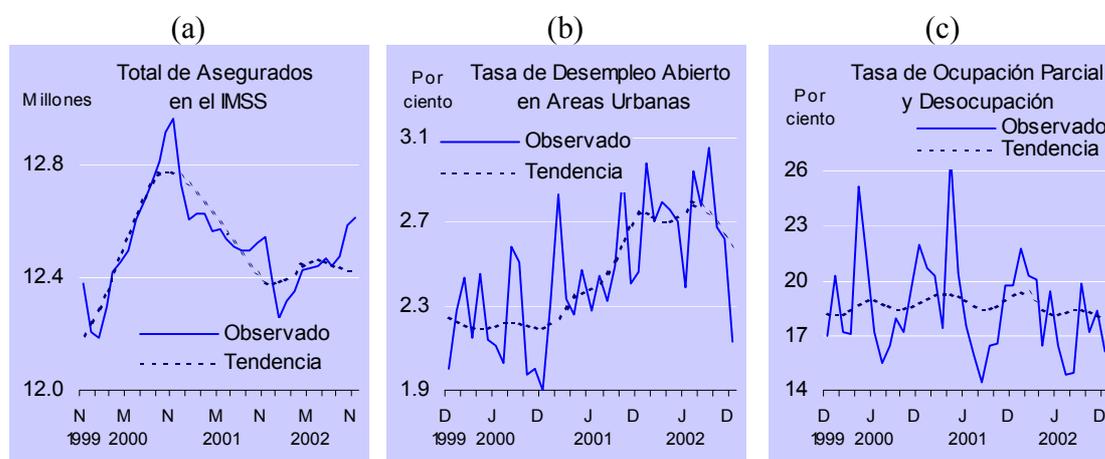
**II.3.5.3. Empleo**

En el cuarto trimestre de 2002, los indicadores de empleo presentaron una evolución desfavorable con respecto a lo ocurrido en el trimestre anterior. Así, a lo largo del año la ocupación en México se caracterizó por una expansión lenta del empleo formal y un deterioro de los principales indicadores de desempleo con respecto a sus niveles de 2001. En particular, en 2002 el número de asegurados del IMSS (permanentes y eventuales urbanos) aumentó en sólo 61,945 trabajadores, después de haber descendido en casi 383 mil en 2001. Por otra parte, la tasa de desempleo abierto promedio pasó de 2.5 por ciento en 2001 a 2.7 por ciento en 2002.

Al término de diciembre de 2002, el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se ubicó en 12,225,582 personas (Gráfica 7a). Cabe destacar que en octubre, noviembre y diciembre se perdieron cerca de 79 mil empleos. Sin embargo, la serie desestacionalizada mostró durante el trimestre objeto de esta publicación un aumento de aproximadamente 22 mil personas.

En el periodo octubre–diciembre de 2002, los principales indicadores de desempleo registraron resultados mixtos con relación a los observados al cierre del trimestre previo. Así, la tasa de desempleo abierto se ubicó en promedio en 2.5 por ciento, mientras que en el tercer trimestre había sido de 2.9 por ciento (Gráfica 7b). En cuanto al comportamiento de la tasa de ocupación parcial de menos de 35 horas y desocupación, en el cuarto trimestre de 2002 se ubicó en 17.2 por ciento, la cual se compara desfavorablemente con la de 16.6 por ciento registrada en el tercer trimestre (Gráfica 7c).

**Gráfica 7**                      **Indicadores de Empleo y Desempleo**  
Series de tendencia



Fuente: IMSS e INEGI.

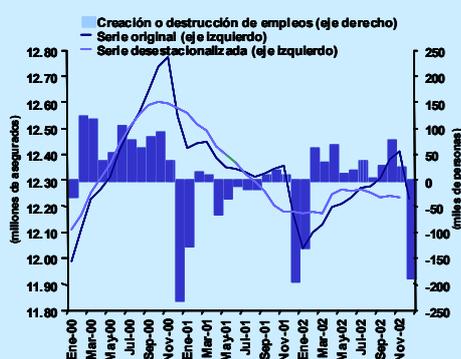
En resumen, en 2002 el mercado laboral se caracterizó por una situación de debilidad. En parte, ello fue causado por una actividad industrial menos vigorosa que la prevista y por la incertidumbre en cuanto a la recuperación económica. Sin embargo, la elevada tasa de crecimiento de las remuneraciones reales frente al aumento previsible de la productividad, se ha convertido en obstáculo para la creación de un mayor número de empleos. Dada la situación actual, caracterizada por una alta incertidumbre acerca de la evolución futura de la productividad, el Banco de México continúa reiterando la conveniencia de que el ritmo de ascenso de los salarios nominales se atenúe para que actúen como la variable de ajuste en el mercado laboral (Recuadro 2). De igual manera, conviene enfatizar la necesidad de una reforma laboral, que permita que el mercado de trabajo opere con mayor flexibilidad y que propicie así una mayor expansión del empleo formal.

Recuadro 2

Evolución del Empleo en México en el Periodo: 2001-2002

En el año 2002 el empleo formal (medido por el número de asegurados permanentes y eventuales en el IMSS) creció a un ritmo muy moderado, ya que se crearon solamente cerca de 62 mil empleos. Ello ocurrió después de que en 2001 tuviera lugar una disminución del empleo formal de casi 360 mil trabajadores. En consecuencia, en el bienio 2001-2002 se eliminaron cerca de 150 mil empleos anuales en promedio (Gráfica 1).

Gráfica 1  
Creación y Destrucción de Empleos y Serie de Tendencia de los Asegurados Totales del IMSS

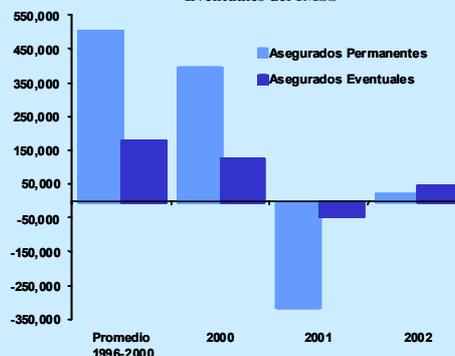


La contracción del empleo formal en 2001 y su bajo crecimiento en 2002 son atribuibles a dos factores: al escaso vigor de la actividad industrial en México y al aumento de las remuneraciones reales por encima de las ganancias sostenibles en la productividad.

En este recuadro se presentan los patrones de creación y destrucción de empleos por sector económico y por tipo de contrato, al igual que la relación entre el empleo formal y el crecimiento de los salarios reales.

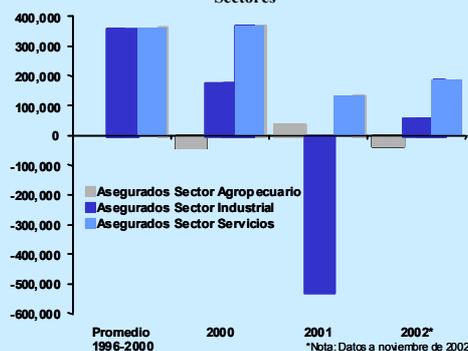
Al descomponer la creación y destrucción de empleos por tipo de contrato (asegurados permanentes y asegurados eventuales) puede observarse que en 2001 el 87% de los empleos perdidos fue de plazas permanentes y únicamente el 13% correspondió a los asegurados eventuales. En contraste, durante la modesta recuperación del empleo en 2002 la creación de puestos de trabajo estuvo más concentrada en asegurados eventuales (68%) que en permanentes (32%) (Gráfica 2). Este limitado aumento de los asegurados permanentes es atribuible a la elevada incertidumbre que prevalece en cuanto a la recuperación económica.

Gráfica 2  
Creación y Destrucción de Empleos Permanentes y Eventuales del IMSS



El desglose de la creación y destrucción de empleos por sectores económicos (agropecuario, industrial y servicios), permite apreciar que fue el industrial en donde se perdieron todos los empleos durante la recesión de 2001 y la fuente de tan sólo el 24% de los empleos creados en 2002. Por su parte, el sector de los servicios fue el responsable del 78% de los empleos generados durante 2001 y del 76% durante 2002. Finalmente, en el sector agropecuario se ubicó el 24% de los puestos de trabajo creados en 2001 y la totalidad de los empleos perdidos en 2002 (al respecto, cabe resaltar la baja participación de este sector en el número total de asegurados). Por tanto, durante 2001 y 2002 fue el sector de los servicios el principal motor de la creación de empleos. Ello contrarrestó parcialmente la destrucción de éstos que tuvo lugar en el sector industrial (Gráfica 3).

Gráfica 3  
Creación y Destrucción de Empleos Totales del IMSS por Sectores

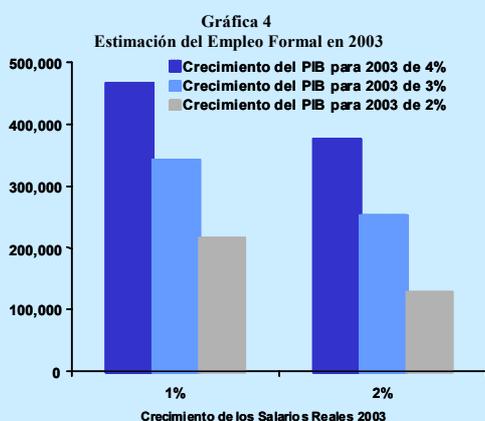


Si bien la caída que experimentó el empleo formal durante 2001 resultó más moderada que la observada después de la crisis de 1994, ésta no vino acompañada de una reducción

de los salarios reales, tal como sucedió en ese otro episodio. Por el contrario, durante 2001 la disminución del empleo tuvo lugar en paralelo con un crecimiento promedio de las remuneraciones medias reales de casi 6%. Lo anterior se explica en parte porque la recesión que experimentó la economía durante 2001 no fue consecuencia de una crisis cambiaria o financiera. Sin embargo, el hecho de que los salarios reales se hayan comportado de manera contracíclica durante 2001 contribuyó a que el empleo tuviera una baja más pronunciada. Las remuneraciones medias reales continuaron al alza durante 2002, aunque a un ritmo más lento que en 2001. En particular, el crecimiento de las remuneraciones medias reales resultó de 3%. Este aumento no es congruente con el actual contexto de holgura que caracteriza al mercado laboral, ni con el bajo crecimiento y alta incertidumbre acerca de la reactivación económica en México y en los Estados Unidos.

Durante 2003 puede esperarse que tenga lugar una moderada creación de empleos en el sector formal. Lo anterior sería consecuencia tanto del incremento de las remuneraciones reales por encima de las ganancias sostenibles en la productividad durante el periodo 2002-2003 como de una actividad económica poco vigorosa (Gráfica 4).

La contracción de las remuneraciones medias reales que siguió a la crisis de 1994 ayudó a la recuperación del empleo. Sin embargo, un ajuste de los salarios reales de esta naturaleza es indeseable. Ello, toda vez que fue consecuencia de una perturbación inflacionaria sorpresiva. Para lograr una mayor creación de empleos en el ambiente de baja inflación que prevalece actualmente en México, es necesario que el aumento de las remuneraciones nominales se modere y sea compatible con el objetivo de inflación de largo plazo del Banco de México. En la actual coyuntura de bajo crecimiento económico y elevada incertidumbre acerca de la recuperación y de la fortaleza de ésta, el alza de los salarios reales por encima de las ganancias esperadas en la productividad inhibe la creación de empleos. Mientras que en el pasado el ajuste de los salarios reales ante cualquier perturbación de la economía se daba a través de cambios en la inflación, en la actualidad éste debe lograrse vía una modificación de los salarios nominales. Ello permitiría evitar variaciones abruptas en el empleo. Adicionalmente, si se desea generar los empleos en el sector formal que demandan los nuevos entrantes a la fuerza de trabajo, es necesario que el mercado laboral sea más flexible. La única forma de lograrlo será avanzar en el conjunto de reformas estructurales que permitan aumentar la productividad.



### II.3.6. Oferta y Demanda Agregadas

En el tercer trimestre de 2002 la oferta y la demanda agregadas experimentaron un incremento a tasa anual de 2.9 por ciento. Esta fue la segunda variación positiva luego de tres trimestres consecutivos de contracción. Al comparar estos resultados con los del trimestre previo, destaca la desaceleración de las tasas de crecimiento anual del PIB, del consumo y de la inversión frente a la recuperación que mostraron las correspondientes a las exportaciones e importaciones. Por el lado de la producción, el aumento a tasa anual del PIB en el tercer trimestre obedeció a incrementos de 0.6 por ciento del sector industrial, 1.6 por ciento del sector agropecuario, silvicultura y pesca, y 2.6 por ciento del sector de servicios<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> En el sector industrial mostraron crecimiento a tasa anual las industrias de generación de electricidad, gas y agua (4.1 por ciento), de la construcción (1.6 por ciento) y manufacturera (0.2 por ciento), mientras que la minería cayó (0.6 por ciento). En el rubro de servicios los sectores de transporte, almacenamiento y comunicaciones y de servicios financieros, seguros e inmuebles registraron mayores incrementos a tasa anual (3.5 y 3.9 por ciento, respectivamente) que los de comercio, restaurantes y hoteles (1.9 por ciento) y de servicios comunales, sociales y personales (1.6 por ciento).

El incremento anual de 1.85 por ciento que mostró el PIB en el tercer trimestre resultó menor que el observado en el segundo (2.1 por ciento) y que el pronosticado en el Informe sobre la Inflación anterior (2 por ciento). Entre las principales condicionantes de esa evolución cabe destacar tanto el deterioro de las expectativas sobre la actividad económica en los Estados Unidos, como la marcada incidencia de su sector industrial en la marcha de esa actividad en México, la compleja situación geopolítica, la caída de los mercados internacionales de valores y el deterioro de la percepción del riesgo país para América Latina. Esto último suele empeorar las condiciones de financiamiento externo para las empresas mexicanas.

El examen del comportamiento de los componentes de la oferta y la demanda agregadas con base en las tasas de variación trimestral de sus datos desestacionalizados es útil para comprender mejor sus movimientos recientes. Así, dicho enfoque indica que en el tercer trimestre se presentó una desaceleración en todos los componentes, excepto la inversión privada. En particular, la tasa de crecimiento trimestral de la oferta y de la demanda agregadas pasó de 2 por ciento en el segundo trimestre a 0.8 por ciento en el tercero.

El análisis de la trayectoria del PIB con datos desestacionalizados, por el lado de la producción, muestra una reducción de las variaciones en el tercer trimestre con respecto a las del segundo en los tres sectores que lo componen: el agropecuario, el de servicios y el industrial. La evolución de las variaciones trimestrales de las series desestacionalizadas es indicativa de que la recuperación iniciada en el segundo trimestre de 2002 prosiguió a un ritmo más lento durante el tercer trimestre (Cuadro 7). Dicho comportamiento coincide con un debilitamiento mayor que el anticipado de la actividad industrial en los Estados Unidos.

**Cuadro 7 Demanda y Oferta Agregadas en 2001 y 2002**

Variación en por ciento

	Variación Real Anual en Por Ciento						Variación Real Trimestral en Por Ciento (Series Desestacionalizadas)				
	2001			2002			2001		2002		
	Anual	III	IV	I	II	III	III	IV	I	II	III
Oferta Agregada	-1.0	-3.4	-3.3	-2.5	2.5	2.9	-1.4	0.1	0.4	2.0	0.8
PIB	-0.3	-1.5	-1.6	-2.0	2.1	1.8	-0.4	-0.2	0.2	1.2	0.8
Importaciones	-2.9	-8.0	-7.7	-3.8	3.6	5.5	-4.0	1.1	1.1	4.0	0.9
Demanda Agregada	-1.0	-3.4	-3.3	-2.5	2.5	2.9	-1.4	0.1	0.4	2.0	0.8
Consumo Total	2.8	1.1	1.8	-1.5	2.3	1.7	-0.1	0.0	-0.1	1.5	0.0
Privado	3.4	1.6	1.5	-1.5	2.9	1.9	-0.2	0.1	0.1	1.7	0.0
Público	-1.4	-3.5	3.3	-1.1	-1.6	-0.6	0.8	-0.1	-1.1	-0.4	-0.4
Inversión Total	-5.9	-8.9	-9.1	-6.9	2.7	-0.8	-2.7	-1.3	1.5	2.2	-1.4
Privada	-5.1	-1.3	-12.8	-5.9	1.2	-1.6	-1.2	-1.9	0.2	1.0	1.5
Pública	-9.6	-38.0	6.6	-13.3	13.6	4.2	-10.8	2.3	9.3	8.5	-15.5
Exportaciones	-5.1	-9.5	-10.9	-5.8	3.3	6.7	-3.4	-0.9	1.8	3.6	2.8

Fuente: Banco de México e INEGI.

La información preliminar respecto a la demanda interna y la producción en el cuarto trimestre de 2002, sugiere que la recuperación de la economía ha continuado, pero a un ritmo débil. Destaca lo siguiente:

- (a) En noviembre las ventas al menudeo disminuyeron 2.2 por ciento con respecto a la cifra de igual mes del año pasado. Este resultado constituye un retroceso, dado el crecimiento de 0.2 por ciento observado en octubre<sup>13</sup>;
- (b) En el trimestre las ventas internas al mayoreo de vehículos (autos y camiones) experimentaron un incremento a tasa anual de 3.2 por ciento, luego de que habían disminuido 2.6 por ciento en el tercero. Esto se debió a un aumento de 15.6 por ciento de las ventas de vehículos importados y a una caída de 11.1 por ciento de las de vehículos de origen nacional;
- (c) Si bien el financiamiento total al sector privado ha continuado disminuyendo (a una tasa real anual de 5.2 por ciento en diciembre), el del crédito vigente (indicador de préstamos nuevos) ha venido repuntando en los últimos meses (9.1 por ciento anual en términos reales en diciembre). En el último año, el crédito al consumo ha acumulado un flujo equivalente a 0.38 puntos

<sup>13</sup> A su vez, según los datos desestacionalizados de la serie producida por el Banco de México, en noviembre las ventas al menudeo cayeron 1.3 por ciento a tasa mensual, lo cual también contrasta con el incremento de 0.2 por ciento registrado en octubre.

porcentuales del PIB. Lo anterior ha estado influido en su mayor parte por el crecimiento del crédito concedido a través de tarjetas bancarias;

- (d) En octubre la inversión fija bruta disminuyó 1.4 por ciento a tasa anual<sup>14</sup>;

En cuanto a la producción, la evidencia que aportan los indicadores disponibles también sugiere un ritmo de crecimiento poco robusto en el cuarto trimestre:

- (a) En noviembre el IGAE aumentó a una tasa anual de 0.9 por ciento. Según los datos desestacionalizados, la variación mensual en noviembre fue de -0.7 por ciento luego de que en octubre había resultado de -0.6 por ciento;
- (b) En octubre y noviembre la producción industrial creció a tasas anuales de 1.5 y -0.5 por ciento, respectivamente. Las correspondientes variaciones mensuales de la serie desestacionalizada fueron de 0.8 y -0.3 por ciento; y
- (c) En el cuarto trimestre las importaciones y exportaciones no petroleras experimentaron una desaceleración a tasa anual.

En consecuencia, la estimación es que durante el cuarto trimestre de 2002 el crecimiento de la actividad económica haya sido moderado, tanto a tasa anual como a tasa trimestral desestacionalizada. Ello, debido al efecto negativo causado por la disminución del crecimiento de la producción industrial en los Estados Unidos así como por el debilitamiento del consumo y de la inversión del sector privado. Asimismo, la previsión es que la contribución al crecimiento económico del gasto público haya sido relativamente baja. Con base en dicha información, se anticipa que en el cuarto trimestre de 2002 el PIB real haya crecido a una tasa anual de alrededor de 2 por ciento. En consecuencia, el incremento anual promedio del PIB real en el año resultaría cercano a uno por ciento.

---

<sup>14</sup> Por otra parte, los datos desestacionalizados indican que en octubre la inversión fija bruta mostró una reducción de 0.2 por ciento frente a su nivel del mes precedente, luego de haber caído 1.6 por ciento en septiembre.

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

En el cuarto trimestre de 2002 tanto las exportaciones como las importaciones presentaron tasas de variación anual menores que las observadas en el tercer trimestre, habiendo sido más pronunciada la desaceleración de las importaciones. Las exportaciones crecieron 5.6 por ciento y las importaciones 3.3 por ciento a tasa anual<sup>15</sup>. Debido a lo anterior, el déficit comercial acumulado en el trimestre fue 17.9 por ciento inferior al de igual periodo del año pasado.

Al igual que en el trimestre anterior, durante el cuarto trimestre de 2002 continuaron registrándose, tanto para las exportaciones como para las importaciones, tasas de variación mensual sensiblemente más bajas que las observadas en el inicio del año (Gráfica 8). Lo anterior apunta a que el impulso de la demanda externa se debilitó durante los últimos meses. Por otra parte, la serie de tendencia correspondiente indica que se revirtió la trayectoria ascendente que venía mostrando el déficit no petrolero mensual (Gráfica 9).

Con base en esta información, se estima que el déficit de la cuenta corriente en el cuarto trimestre de 2002 haya sido de alrededor de 5.4 miles de millones de dólares y de aproximadamente 15 mil millones para el año en su conjunto. Este déficit representó 2.4 puntos porcentuales del PIB en 2002, mientras que en 2001 había sido de 2.9 puntos.

Así, durante el trimestre que se comenta la desaceleración más pronunciada de las importaciones de mercancías en comparación con la de las exportaciones y los bajos niveles del servicio de la deuda pública y privada, contribuyeron a moderar la demanda de recursos externos.

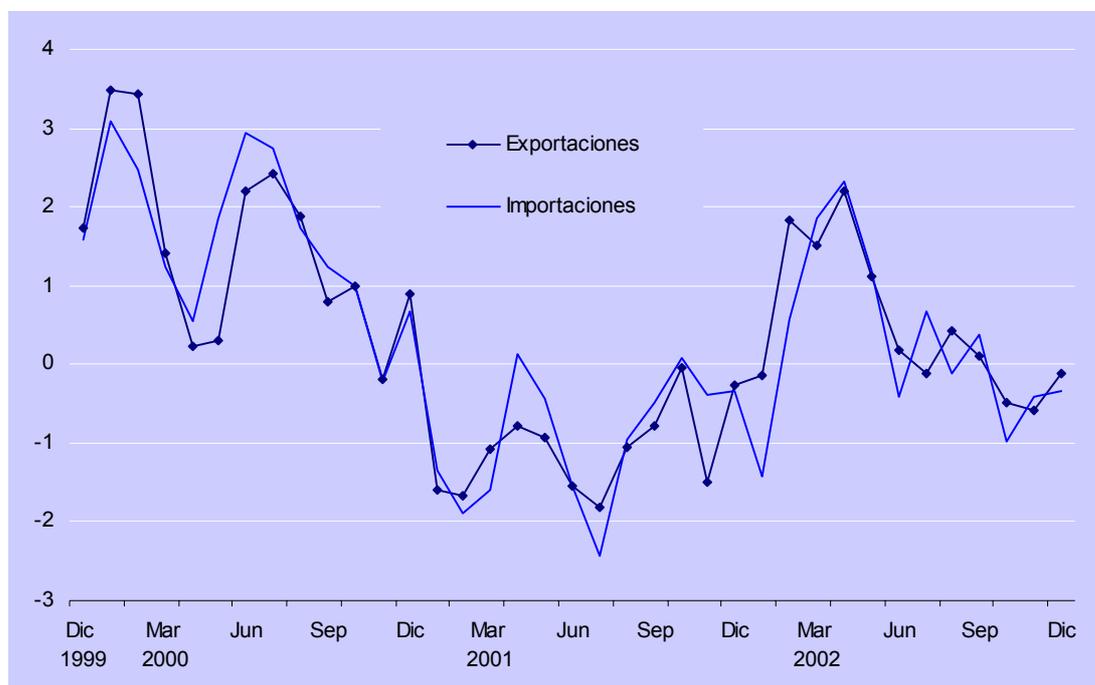
---

<sup>15</sup> En el tercer trimestre de 2002, las variaciones porcentuales respectivas fueron de 6.2 y 5.2 por ciento.

Gráfica 8

**Exportaciones e Importaciones: Series Desestacionalizadas**

Variación mensual (promedio móvil de 3 meses)

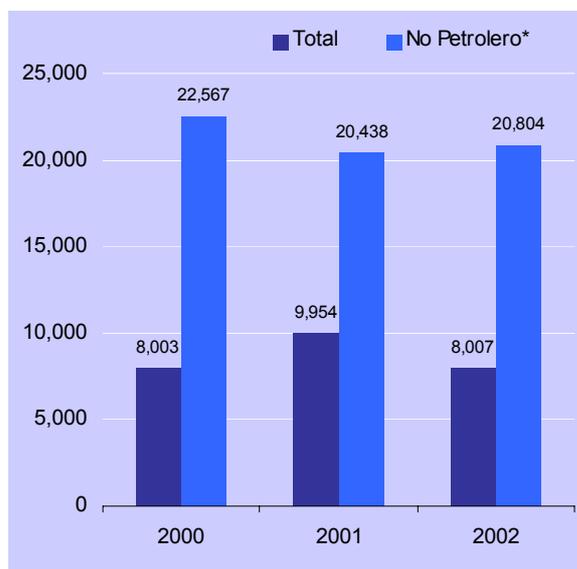


Gráfica 9

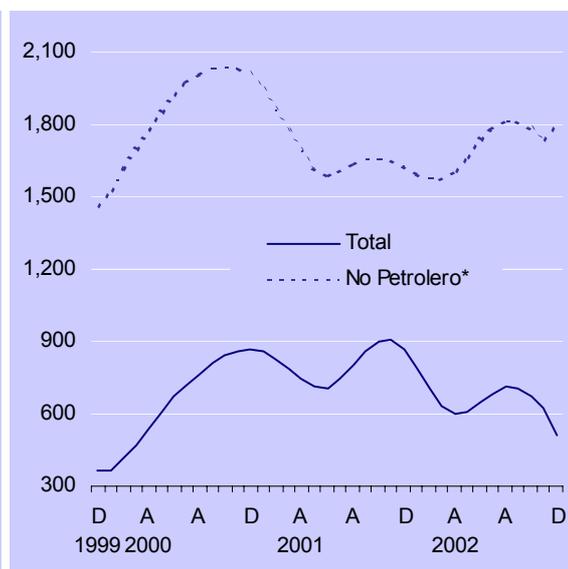
**Déficit de la Balanza Comercial, Total y Sin Petróleo**

Millones de dólares

Enero-Diciembre



Tendencia



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

Respecto a la cuenta de capital, destacan las operaciones de inversión extranjera directa (IED) que tuvieron lugar durante el

último trimestre de 2002: la adquisición y capitalización de BITAL por parte del Hong Kong Shanghai Bank Corporation y la compra de Pepsi Gemex por Pepsi Bottling. Asimismo, es de hacerse notar la emisión en los mercados internacionales por parte de PEMEX de un bono por 1,000 millones de dólares y que el Gobierno Federal haya colocado en reapertura 750 millones de dólares del bono UMS con vencimiento en el año 2031. En el cuarto trimestre de 2002 los flujos de inversión en cartera fueron negativos, en cerca de 700 millones de dólares. Así, con base en la información anterior se estima que el superávit de la cuenta de capitales (incluyendo errores y omisiones) se haya ubicado en 8.4 miles de millones de dólares.

Durante octubre-diciembre de 2002 prevaleció un entorno negativo en los mercados internacionales de capital. Sin embargo, a lo largo de ese periodo se observó una mejoría de las condiciones enfrentadas por los países emergentes en dichos mercados en comparación con las prevalecientes en el trimestre anterior. Al respecto, durante el lapso reportado los indicadores del riesgo de los países de América Latina experimentaron una disminución considerable, especialmente los de Brasil y México<sup>16</sup> (Cuadro 8). Es de destacarse que en 2002 la evolución de los flujos de capital hacia los países latinoamericanos y hacia México muestra que la economía mexicana mantuvo una posición privilegiada en el contexto de un ambiente externo difícil.

**Cuadro 8** **Indicadores del Riesgo País para América Latina (EMBI Global)**  
Puntos base

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

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

<sup>16</sup> Fondo Monetario Internacional (2002), Global Financial Stability Report, diciembre, p. 52.

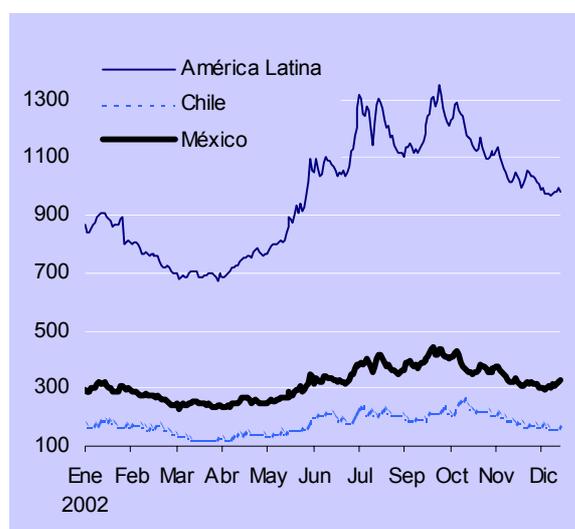
El descenso de los indicadores del riesgo país para América Latina y México en el cuarto trimestre de 2002 se explica fundamentalmente por la influencia de los siguientes factores:

- (a) La reducción de la aversión al riesgo en los mercados internacionales de capital (Gráfica 10).

**Gráfica 10** **Indicadores del Riesgo País para México y América Latina y Rendimiento de la Deuda Corporativa en los Estados Unidos**

Puntos base

Rendimiento Neto del EMBI Global



Rendimiento Neto de la Deuda Corporativa BBB



Fuente: Bloomberg y JP Morgan.

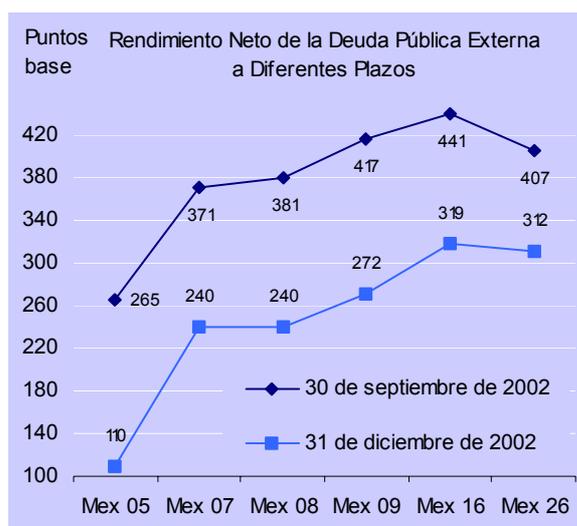
- (b) El alza de las tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos no se reflejó totalmente en una trayectoria ascendente de los rendimientos de los bonos soberanos o corporativos de los países emergentes; y
- (c) La mitigación de la tensión en los mercados internacionales, después de que la nueva administración en Brasil hizo pronunciamientos entre los que destacan sus compromisos de reducir la inflación, de mantener una postura fiscal prudente y de respetar sus obligaciones financieras.

Del cierre de septiembre al 31 de diciembre el rendimiento neto del bono UMS26 mostró una reducción de alrededor de 96 puntos base, mientras que la moneda nacional se depreció 1.8 por ciento frente al dólar. Lo anterior contrasta con la correlación positiva que se había observado en trimestres anteriores entre la cotización del peso y los indicadores del riesgo país de México, la cual también se había presentado históricamente

(Gráfica 11). Asimismo, la evolución del tipo de cambio durante el cuarto trimestre de 2002 estuvo menos ligada que en los dos trimestres anteriores a los mercados accionarios en los Estados Unidos, los cuales suelen reflejar las expectativas sobre el desenvolvimiento de la economía de ese país. Así, mientras que del cierre de septiembre al final de diciembre el índice Dow Jones se incrementó 9.9 por ciento, el peso se depreció ligeramente frente al dólar (Gráfica 12a). Una de las razones que pueden explicar las diferencias entre los movimientos del tipo de cambio y los de los indicadores del riesgo país y de las expectativas sobre la evolución futura de la economía estadounidense, es que de nuevo se detectó una correlación positiva entre la paridad peso/dólar y la dólar/euro. Dicha correlación se había presentado durante los primeros dos trimestres de 2002 pero no se observó en el periodo julio-septiembre. Al respecto, la depreciación del peso frente al dólar registrada en el último trimestre de 2002 vino acompañada por una depreciación del dólar frente al euro de 6.3 por ciento (Gráfica 12b). Como se comentó ampliamente en el Informe sobre la Inflación: Abril-Junio de 2002, la correlación entre la cotización peso/dólar y la correspondiente dólar/euro puede estar asociada al importante flujo de recursos financieros hacia México proveniente de los Estados Unidos. Así, si llegaran a reducirse los flujos de capitales hacia ese país, esto afectaría de manera alcista el costo del financiamiento de las empresas estadounidenses y, por ende, la IED hacia México.

**Gráfica 11** Indicadores del Riesgo País para México y Tipo de Cambio

Puntos base



Puntos base y pesos por dólar

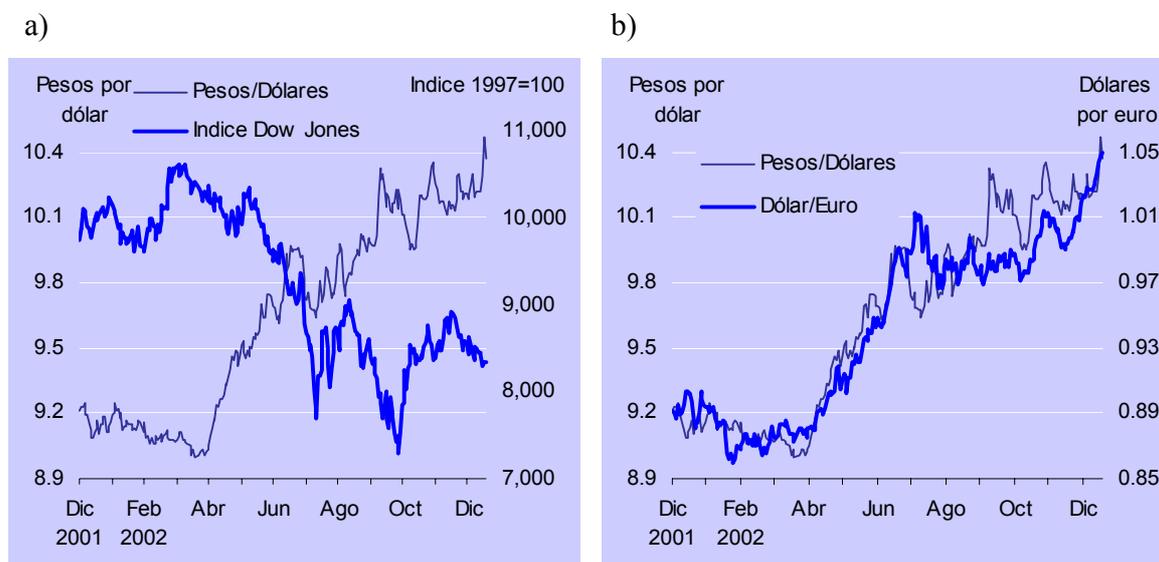


Fuente: Bloomberg y Banco de México.

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

Gráfica 12

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



Fuente: Reuters y Banco de México.

Sin embargo, como también se ha señalado en informes anteriores, las correlaciones que ha presentado la moneda nacional con diferentes variables financieras han demostrado ser inestables o poco duraderas. Además, pueden haber estado sustentadas en comportamientos especulativos, sobre todo si se redujo la liquidez en el mercado cambiario, como ocurrió en las últimas semanas de diciembre. Los movimientos de la paridad peso/dólar también pueden haber respondido a factores fundamentales que afectan el desenvolvimiento de variables reales que en el largo plazo son las que determinan el nivel de equilibrio del tipo de cambio en términos reales. Entre dichos factores, destacan los siguientes:

- (a) Los riesgos en cuanto a la recuperación económica en los Estados Unidos durante 2003. En particular, los geopolíticos y los ligados a una desaceleración del consumo y al retraso del repunte del gasto de inversión;
- (b) La percepción, por parte de los inversionistas, de que han disminuido las probabilidades de que se lleven a cabo las reformas estructurales que requiere la economía mexicana para alcanzar niveles más elevados de productividad y de crecimiento económico;
- (c) La disparidad que se observó a lo largo de 2002 entre el incremento de la productividad en el sector de las exportaciones manufactureras de México y la

productividad en el ramo manufacturero estadounidense (Gráfica 13a); y

- (d) La competencia más intensa que enfrentan las exportaciones mexicanas en el mercado de los Estados Unidos. Al respecto, destaca la creciente participación en las importaciones no petroleras de los Estados Unidos de los productos provenientes de China. Las cifras son reveladoras. De 1999 a 2001 esa proporción aumentó 1.2 puntos porcentuales, al pasar de 8.4 a 9.6 por ciento, mientras que la fracción correspondiente a las importaciones provenientes de México aumentó cerca de un punto porcentual, de 10.6 a 11.4 por ciento. Asimismo, al compararse los flujos comerciales en enero-noviembre de 2001 y 2002 se observa que en este último año la proporción de las importaciones estadounidenses provenientes de China subió 1.7 puntos porcentuales, mientras que la correspondiente a México lo hizo en solamente 0.2 puntos porcentuales (Gráfica 13b). Si bien la información anterior no apunta a una clara pérdida de mercado para las exportaciones mexicanas, sí sugiere que la tendencia de penetración de éstas se ha debilitado. Asimismo, los indicadores de competitividad de la economía mexicana que elaboran diversas instituciones señalan una pérdida de ésta en los últimos años (Recuadro 3).

## Recuadro 3

## Competitividad Mundial de la Economía Mexicana

La capacidad de una economía para competir en la cada vez más integrada arena global resulta de enorme importancia para el desarrollo. Debido a esta preocupación, en años recientes varias organizaciones internacionales han comenzado a publicar los resultados de estudios comparativos que tratan de medir dicha capacidad.

En 2002, México ocupó el lugar 45 entre 80 países en la escala de competitividad global para el crecimiento que calcula el Foro Económico Mundial (WEF por sus siglas en inglés). El indicador intenta medir las características de un país que hacen posible su crecimiento en el mediano plazo. El nivel del indicador se obtiene como el promedio de otras tres escalas: avance tecnológico, condiciones macroeconómicas y calidad de las instituciones públicas. Es decir, los tres tipos de factores que en la literatura sobre el desarrollo económico se consideran fundamentales para el logro de un crecimiento económico sostenido.

En ese sentido, es interesante notar que las posiciones de México en las tres sub-escalas que integran el índice global resultaron ser la 21 (ambiente macroeconómico), la 47 (avance tecnológico), y la 58 (instituciones públicas). En otras palabras, aunque durante los últimos años se ha logrado consolidar una conducción responsable de las políticas fiscal y monetaria, las áreas en las que el país se encuentra más rezagado son aquellas que corresponden a la agenda de reformas estructurales pendientes.

Cuadro 1

## Posiciones en la Escala de Competitividad Global para el Crecimiento (Países Selectos)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Brasil	48	42	46	51	46	44	46
Corea	20	21	19	22	29	23	21
Chile	18	13	18	21	28	27	20
Grecia	39	48	44	41	34	36	38
Hungría	46	46	43	38	26	28	29
<b>México</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>31</b>	<b>43</b>	<b>42</b>	<b>45</b>
Polonia	44	50	49	43	35	41	51
Rep. Checa	35	32	35	39	32	37	40
Tailandia	14	18	21	30	31	33	31
Venezuela	47	47	45	50	54	62	68

Fuente: Foro Económico Mundial.

A mayor abundamiento: tomando un horizonte de varios años, es posible notar un deterioro en la posición relativa de México dentro de la escala de competitividad global. Así, de 1996 a 2002, México pasó del lugar 33 al 45. En particular, es importante advertir que de 2001 a 2002 México mejoró su posición relativa en el subíndice de condiciones macroeconómicas (un avance de 15 lugares), pues ha sorteado de manera ordenada la reciente recesión mundial. Esto compensó en parte los retrocesos que sufrió en las escalas de avance tecnológico y calidad de las instituciones, de 3 y 11 lugares, respectivamente.

Una fracción del deterioro en la posición relativa de México no es inesperada, reflejando el ingreso de nuevos países a la lista de aquéllos que se evalúan para esta comparación<sup>1</sup>. Sin embargo, estos cambios metodológicos no alcanzan a explicar que México haya perdido terreno frente a otros países que formaban parte de la muestra desde un inicio, como Chile, Grecia y Hungría. Estos últimos han avanzado, o al menos no han retrocedido en la lista en el mismo grado que lo ha hecho México. Es de señalarse que algunos de los países que han rebasado a México o se han acercado en esta escala, como Hungría y la República Checa, han estado inmersos durante los últimos años en un proceso de reforma estructural (incluyendo la modernización de sus leyes) como parte de los preparativos para su ingreso a la Unión Europea.

El WEF también publica desde 1998 una escala de competitividad microeconómica. Mediante este indicador se intenta medir los fundamentos que explican el nivel del ingreso per cápita o la productividad (a diferencia del índice de competitividad global, que pretende evaluar la capacidad de crecimiento económico). Estos fundamentos son: la sofisticación de los agentes productivos y la calidad del ambiente para negocios. En esta escala, de 1998 a 2002 México pasó del lugar 39 al 55. Sin embargo, en este caso el descenso parece estar más bien ligado a cambios en el conjunto de los países sujetos a comparación. Si se analiza solamente a los países que aparecieron desde el primer año de publicación de este índice, se aprecia que México sólo perdió dos lugares de 1998 a 2002.

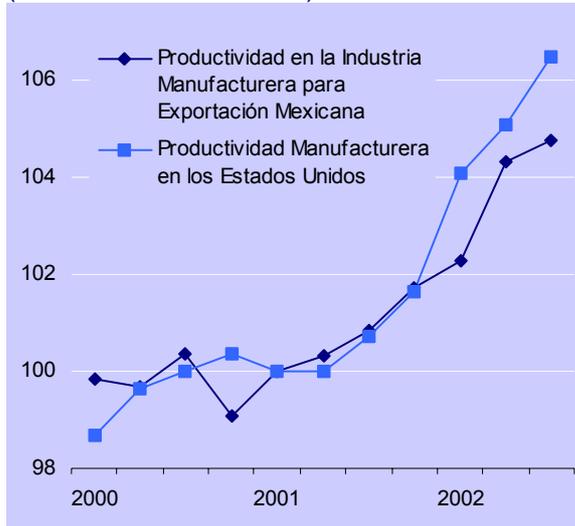
En el caso de la competitividad microeconómica, resulta muy interesante una observación hecha por el WEF, en el sentido de que en México las condiciones que determinan la productividad de la actividad privada son menos favorables de lo que cabría esperar dado el nivel de ingreso medio del país. En términos de los dos componentes que integran dicho índice, México ocupa el lugar 60 en la escala que mide las condiciones para la actividad productiva, y el lugar 45 en la correspondiente a la sofisticación de los productores privados. Lo señalado sugiere que las deficiencias en áreas microeconómicas, tales como la infraestructura física, la regulación, los mercados financieros y la formación de capital humano, constituyen obstáculos al aumento del ingreso medio y aun a la conservación de los niveles actuales. Como es evidente, éstos también son temas pendientes de la agenda de reformas estructurales.

<sup>1</sup> En 1996 había 49 países en la escala, en comparación con 80 en 2002. Varios de ellos han ingresado a la lista con posiciones muy favorables, causando que los países en las siguientes posiciones "se recorran". Ese desplazamiento no debe ser interpretado como un cambio adverso en la posición relativa de los países que se mueven si el país de nuevo ingreso hubiera tenido una posición alta de haber sido incluido con anterioridad.

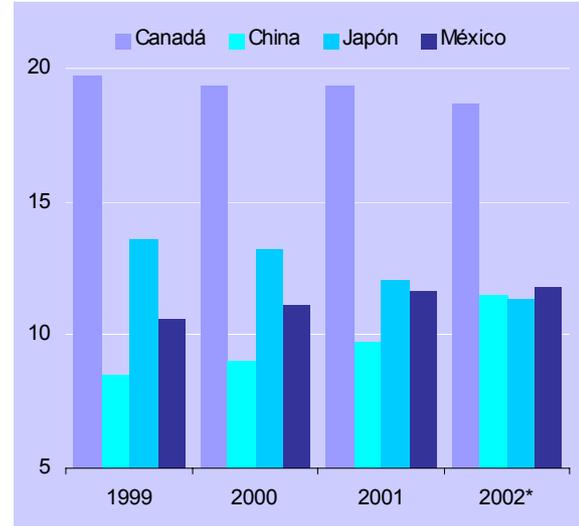
Gráfica 13

**Indices de Productividad en México y en los Estados Unidos y Participación de las Exportaciones No Petroleras de Canadá, China, Japón y México en las Importaciones No Petroleras de los Estados Unidos**

a) Índice 1er trimestre 2001=100 (Serie desestacionalizada)



b) Por ciento



Fuente: Departamento de Comercio de los Estados Unidos y Banco de México.  
 El índice de productividad en la industria manufacturera para exportación mexicana se construye ponderando los índices de productividad de la industria manufacturera maquiladora y no maquiladora de acuerdo a la participación respectiva en las exportaciones manufactureras.  
 \* Enero-octubre

**II.3.8. Precios Administrados y Concertados**

Durante el cuarto trimestre de 2002 el subíndice de los precios administrados y concertados tuvo un evolución definitivamente alcista. Al igual que durante los trimestres anteriores, el aumento de la inflación anual de este subíndice se explica por el incremento de los precios administrados, principalmente de la electricidad residencial y del gas doméstico. Por otra parte, la inflación anual de los precios concertados disminuyó en el trimestre.

Durante octubre, noviembre y diciembre las tarifas de la electricidad registraron incrementos mensuales de 4.93, 16.81 y 0.85 por ciento, más elevados que a los que se observaron durante los mismos meses de 2001 (3.82, 15.08 y 0.68 por ciento, respectivamente). De esta manera, el alza de las tarifas eléctricas residenciales decretada por el Gobierno Federal en enero de 2002 repercutió a partir de febrero en una mayor inflación general. Por otra parte, durante octubre, noviembre y diciembre el precio del gas doméstico mostró incrementos mensuales de 6.70, 1.25 y 2.26 por ciento.

### **II.3.9. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación**

En el periodo octubre–diciembre de 2002 la inflación anual del subíndice de precios de los productos agropecuarios tuvo un alza de 6.27 puntos porcentuales. Lo anterior es atribuible en lo principal al aumento que registró la inflación anual del apartado de frutas y verduras. En el trimestre que se reporta destacaron los aumentos en los precios de la calabacita y del jitomate, que de septiembre a diciembre de 2002 subieron 117.04 y 70.22 por ciento, respectivamente. Ello, principalmente debido al efecto adverso que tuvieron en los cultivos de ciertas regiones del país las lluvias extemporáneas y las heladas. El incremento de los precios de ambos productos explicó el 87 por ciento del que tuvo la inflación del índice de productos agropecuarios en el periodo.

### **II.3.10. Resumen**

En el cuarto trimestre de 2002 la inflación anual general tuvo un comportamiento alcista. Por tanto, al cierre del año ésta se ubicó, por primera vez desde 1998, en un nivel superior al de la meta. En contraste, en ese trimestre la inflación anual subyacente se mantuvo relativamente constante, por lo que al cerrar el año resultó menor que 4 por ciento.

La contribución de la inflación anual subyacente a la inflación anual general aumentó, aunque modestamente, en el trimestre a que se refiere este Informe. Ello se debió a una mayor inflación anual de las mercancías, que resultó parcialmente compensada con una reducción de la de los servicios. Por tanto, el incremento de la inflación general fue básicamente resultado del desempeño que mostraron los componentes no subyacentes del INPC.

El subíndice cuya elevación tuvo la mayor incidencia durante el cuarto trimestre correspondió al de los productos agropecuarios. Esta fue causada en lo fundamental por el alza del precio de unos cuantos bienes. Asimismo, el subíndice de los precios administrados y concertados también tuvo un incremento considerable. Este último se derivó del aumento que registraron los precios del gas doméstico y de la electricidad residencial (Cuadro 9).

**Cuadro 9**

**Diferencias con la Meta para 2002 y Contribuciones de los Índices de Precios INPC, Subyacente, Productos Agropecuarios, Educación y Administrados y Concertados**

Variación anual en por ciento

	<b>Inflación Anual Diciembre 2002</b>	<b>Diferencia con la Meta Anual de 4.5%</b>	<b>Ponderador</b>	<b>Composición de la Diferencia</b>
INPC	5.70	1.20	100.00	1.20
Subyacente	3.77	-0.73	69.56	-0.46
Educación	10.04	5.54	5.20	0.28
Agropecuarios	8.65	4.15	8.07	0.32
Administrados y Concertados	10.96	6.46	17.16	1.06
Administrados	16.84	12.34	7.77	0.91
Electricidad	34.97	30.47	2.27	0.66
Gas Doméstico	25.93	21.43	1.84	0.38
Gasolina	0.80	-3.70	3.66	-0.13
Concertados	6.12	1.62	9.39	0.15

En conclusión, el comportamiento de los precios de un número reducido de genéricos no subyacentes impidió que en 2002 se alcanzara la meta de inflación. Al respecto, si los precios administrados y concertados hubieran crecido a una tasa anual de 4.5 por ciento, la inflación del INPC en diciembre hubiera sido de 4.6 por ciento.

## **II.4. La Política Monetaria Durante el Cuarto Trimestre de 2002**

En la presente sección se exponen los motivos que influyeron para que la Junta de Gobierno decidiera incrementar el corto el 6 de diciembre de 2002. También se incorpora un breve examen de la evolución durante el trimestre de las expectativas inflacionarias del sector privado, y de las tasas de interés. El comportamiento de estas dos variables complementa la información obtenida del nivel y los cambios del “corto” para el análisis de las condiciones monetarias. Finalmente, se presentan las trayectorias que mostraron la base monetaria y otros agregados monetarios y crediticios.

### **II.4.1. Acciones de Política Monetaria**

El pasado 6 de diciembre el nivel del “corto” se aumentó de 400 a 475 millones de pesos. Esta medida de política monetaria se tomó con un enfoque prospectivo y se sumó a la modificación del “corto”, de 300 a 400 millones de pesos, adoptada a finales de

septiembre. La intensificación de la restricción monetaria respondió a lo siguiente: inducir una inflexión a la baja de las expectativas inflacionarias de mediano plazo y propiciar las condiciones monetarias conducentes a que el incremento anual de los precios al consumidor converja hacia la meta de inflación de 3 por ciento para 2003.

En el cuarto trimestre de 2002 la inflación anual aumentó más que lo previsto. A finales de septiembre la expectativa promedio de inflación para diciembre de 2002 se situaba en 4.98 por ciento, pero el incremento anual del INPC efectivamente observado fue de 5.70 por ciento. Sin embargo, la evolución del índice de precios subyacente y de los incrementos de los salarios contractuales señalan que durante 2002 se continuó avanzando en la tarea de procurar la estabilidad de precios.

La prioridad para la política monetaria fue evitar que se contaminaran las expectativas de inflación para 2003 y la trayectoria de la inflación subyacente. Cabe recordar que dichas expectativas habían disminuido a principios de 2002. Sin embargo, la tendencia al alza de la inflación general durante el resto del año comenzó a causar cierta rigidez a la baja en las expectativas de inflación y, eventualmente, provocó un incremento en los pronósticos para el cierre de 2003.

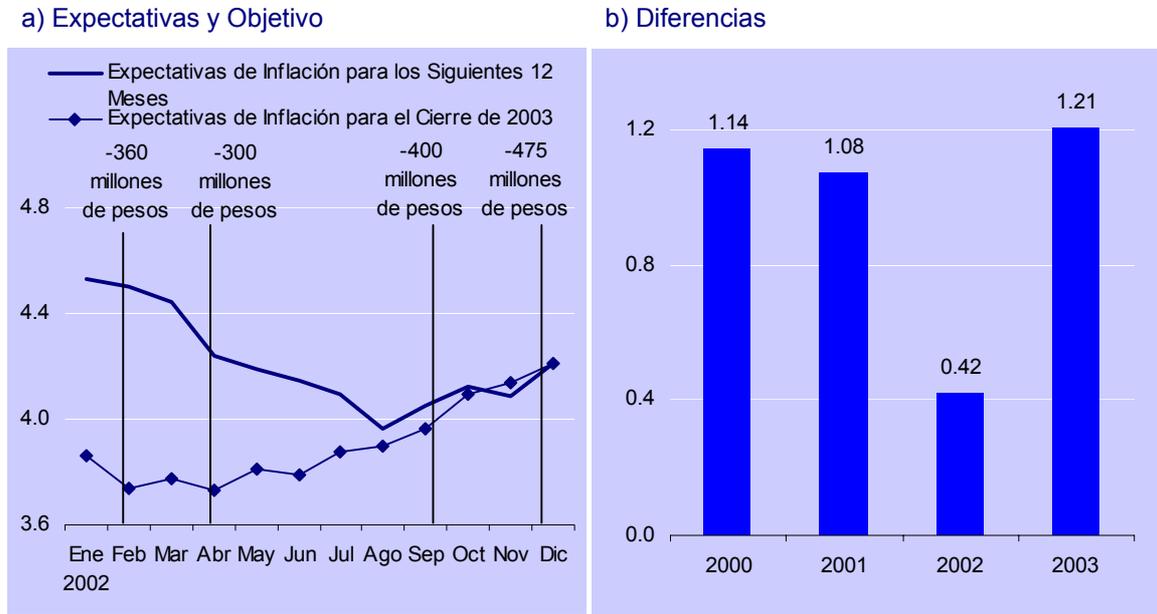
A pesar del incremento del “corto” acordado el 23 de septiembre, la expectativa de inflación para 2003 registró un aumento, ubicándose a finales de noviembre en 4.14 por ciento, es decir, por encima del límite superior del intervalo de variabilidad fijado por el Banco de México respecto al objetivo (Gráfica 14a). Asimismo, la desviación entre el pronóstico y la meta para la inflación de 2003 que tenían los analistas del sector privado en noviembre de 2002 era mayor que la observada en la misma fecha en los tres años anteriores (Gráfica 14b).

Así, a la luz de esa tendencia desfavorable, la Junta de Gobierno del Banco de México consideró prudente aumentar el “corto” una vez más el 6 de diciembre, de 400 a 475 millones de pesos. La medida se tomó de manera preventiva tomando en cuenta la importancia que conlleva el cumplimiento de la meta de inflación para 2003.

Gráfica 14

**Expectativas de Inflación y Objetivo de Saldos Acumulados (“Corto”) y las Diferencias entre los Objetivos de inflación y las Expectativas de Inflación en Diciembre del Año Anterior**

Puntos porcentuales



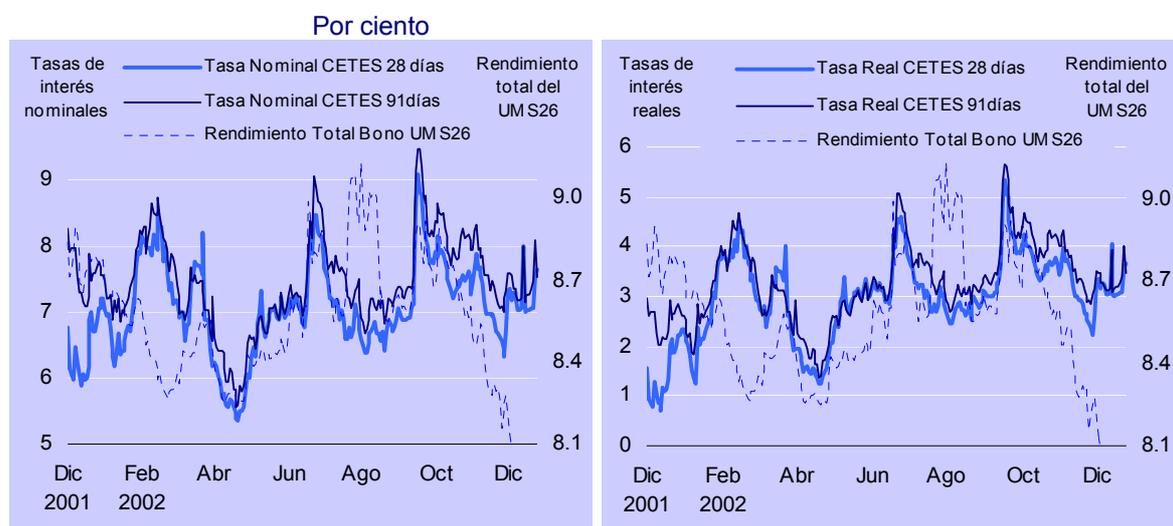
Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

Las acciones de política monetaria adoptadas a partir de septiembre afectaron las condiciones financieras en el país. Sin embargo, para evaluar el desempeño de los mercados financieros de México durante el último trimestre de 2002 de manera más integral es necesario recordar dos aspectos. Primero, que en ese periodo los mercados emergentes se vieron relativamente favorecidos por diversas noticias positivas en algunas economías de la región latinoamericana que habían estado sujetas a presiones financieras importantes. Segundo, se observó una disminución en el grado de aversión al riesgo en los mercados desarrollados. Lo anterior permitió que mejorara la disponibilidad de financiamiento para los mercados emergentes.

Así como en el tercer trimestre de 2002 se resintió un ligero contagio de la inestabilidad política y financiera suscitada en la región latinoamericana, en los últimos meses México se ha beneficiado de la mejoría de las condiciones financieras internacionales y de la relativa estabilidad en algunos de los países. Dato significativo es que la percepción del riesgo país de México

cayó en alrededor de 100 puntos base en el último trimestre del año<sup>17</sup>.

**Gráfica 15 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales<sup>1/</sup> y Rendimiento Total del Bono UMS26**



1/ Tasas de interés nominales deflactadas por las expectativas de inflación para los siguientes 12 meses.

En respuesta al comportamiento del riesgo país, también las tasas de interés en moneda nacional disminuyeron en el trimestre (Gráfica 15). Sin embargo, los mercados financieros internos reaccionaron de la manera esperada ante el incremento del “corto” aplicado a principios de diciembre. Así, las tasas de interés internas mostraron un aumento en los días subsiguientes a la acción de política monetaria. El repunte se produjo de manera diferenciada, de acuerdo al plazo respectivo de vencimiento. A manera de ejemplo, si se comparan las tasas de interés en el mercado de financiamiento diario (“fondeo”) en los cinco días previos a la decisión de intensificar la restricción monetaria con las que prevalecieron en los cinco días posteriores, se observa que éstas aumentaron 67 y 80 puntos base en el mercado bancario y gubernamental, respectivamente. Por otra parte, las tasas de los Cetes a 28 y 91 días subieron en promedio 74 y 37 puntos base. Así, la curva de rendimientos se aplanó, lo que indica que el mercado había inferido que la acción monetaria tendría los efectos deseados y que en el futuro las tasas de interés descenderían. Por tanto, durante el trimestre reportado, si bien las tasas de interés nominales y reales disminuyeron en concordancia con la mejoría de la percepción del riesgo país, la caída resultó menor que la que podría explicarse por la relación histórica que presentan estas dos

<sup>17</sup> Medida como el diferencial de rendimientos de los bonos soberanos de México colocados en el exterior con respecto a los del Tesoro estadounidense.

variables. Lo anterior es atribuible a la intensificación de la restricción monetaria que tuvo lugar en los últimos meses del año.

## **II.5. Agregados Monetarios y Crediticios**

---

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

El proceso de estabilización ha conllevado una menor inflación y tasas de interés más bajas, lo que ha propiciado cambios en la demanda de medios de pago. Ello ha contribuido al proceso de remonetización observado en los últimos años.

Es así que al término de 2002 la base monetaria registró un saldo de 263.9 miles de millones de pesos, lo que significó una variación anual de 17 por ciento y una remonetización<sup>18</sup> de 9.5 por ciento. Con respecto al pronóstico publicado como referencia en el Programa Monetario, tuvo lugar una desviación al cierre del año de 6.4 por ciento (4.6 por ciento en promedio durante el año).

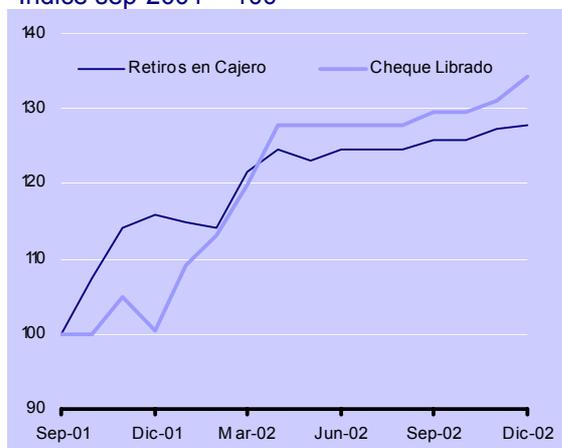
Cabe señalar que el proceso de remonetización antes señalado se ha visto reforzado por factores microeconómicos, asociados a un cambio en la estrategia de ingresos de las instituciones de crédito tendiente a incrementar los cobros por los servicios financieros que ofrecen (Gráfica 16a). Esta política bancaria ha redundado en un uso más intensivo del efectivo por parte de la clientela a fin de reducir sus costos por retiros de liquidez (Gráfica 16b). Así, el crecimiento anual de los saldos de las cuentas de cheques en moneda nacional se ha visto influido negativamente por el aumento de las comisiones por cheques librados. De persistir este fenómeno, o surgir otros análogos, es probable que se observen cambios adicionales en la demanda de base monetaria no explicados por las variables macroeconómicas usualmente utilizadas. Asimismo, la expansión de la economía informal podría ser otro elemento que ha influido en el crecimiento no anticipado de la base monetaria.

---

<sup>18</sup> Calculada como la variación en por ciento de la base monetaria que excede a la inflación y al crecimiento estimado del PIB real (con referencia a los saldos de fin de periodo).

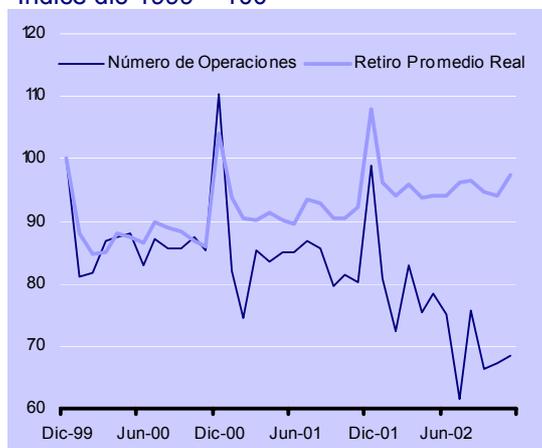
**Gráfica 16 Indicadores del Costo del Uso de Servicios Financieros**

a) Comisiones por Retiro de Efectivo  
Índice sep-2001 = 100



Fuente: Con base en información de la CONDUSEF.

b) Operaciones en Cajeros Automáticos  
Índice dic-1999 = 100



Fuente: Con base en información de PROSA.

En el cuarto trimestre de 2002 el saldo de los activos internacionales netos del Banco de México aumentó 3,985 millones de dólares, terminando el año en un nivel de 50,722 millones. La principal fuente de acumulación fue la compra de divisas a PEMEX por 8,189 millones de dólares. Por su parte el Gobierno Federal demandó divisas por un monto de 4,437 millones de dólares.

El crédito interno neto del Banco de México aumentó 12,064 millones de pesos durante el cuarto trimestre. No obstante lo anterior, en 2002 se registró una contracción del crédito interno neto de 20,893 millones de pesos, la cual reflejó la esterilización de la acumulación de activos internacionales (Cuadro 10).

**Cuadro 10 Base Monetaria, Activos Internacionales Netos y Crédito Interno Neto**

	Saldos		Flujos Efectivos				Acumulados al 31 Dic. 2002
	Al 31 Dic. 2001	Al 31 Dic. 2002	1 <sup>er</sup> Trimestre	2 <sup>o</sup> Trimestre	3 <sup>er</sup> Trimestre	4 <sup>o</sup> Trimestre	
(A) Base Monetaria (Pesos)	225,580	263,937	-9,272	-4,416	-899	52,943	38,356
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) <sup>2/</sup>	411,315	529,503	13,497	-5,838	10,711	40,879	59,249
Activos Internacionales Netos (Dólares) <sup>2/</sup>	44,857	50,722	1,453	-680	1,107	3,985	5,865
<b>Variación de los Activos Internacionales Netos</b>			<b>1,453</b>	<b>-680</b>	<b>1,107</b>	<b>3,985</b>	<b>5,865</b>
<i>Pemex</i>			3,382	302	1,826	2,679	8,189
<i>Gobierno Federal</i>			-2,004	-1,856	-1,441	864	-4,437
<i>Otros</i>			75	874	722	442	2,113
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] <sup>1/</sup>	-185,735	-265,566	-22,769	1,422	-11,610	12,064	-20,893
<b>Memorándum:</b>							
(D) Reserva Internacional (Dólares) <sup>3/</sup>	40,880	47,984	1,349	494	2,385	2,876	7,104

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 con bancos centrales a más de seis meses, a lo que se restan los adeudos con el FMI y con bancos centrales a menos de seis meses.

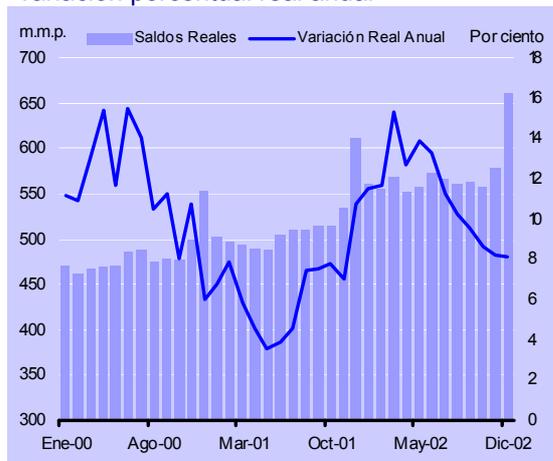
3/ Según se define en la Ley del Banco de México.

### II.5.2. Agregados Monetarios

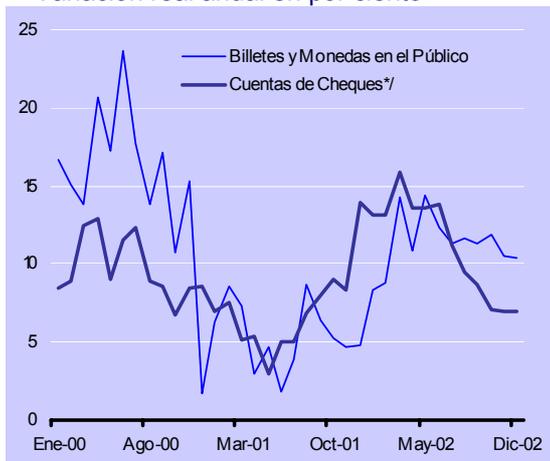
Si bien la variación anual de los billetes y monedas se mantuvo relativamente estable durante el cuarto trimestre de 2002, no sucedió lo mismo con otros componentes del medio circulante (M1). En particular, el incremento de las cuentas de cheques en moneda nacional experimentó una desaceleración significativa, lo que se manifestó en una disminución de la tasa de crecimiento real de M1 en moneda nacional, de 13.3 a 8.1 por ciento en el segundo semestre (Gráfica 17).

**Gráfica 17 Agregado Monetario M1 en Moneda Nacional**

Saldos reales en miles de millones de pesos y variación porcentual real anual



Principales componentes Variación real anual en por ciento



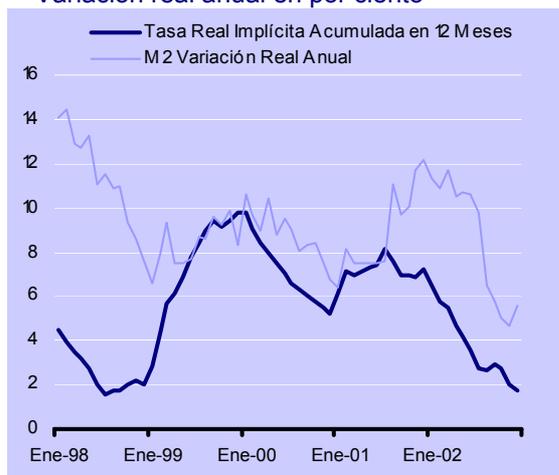
\*/ Incluye cuentas de cheques y depósitos en cuenta corriente.

La tasa de crecimiento del agregado monetario amplio M2 disminuyó notablemente a lo largo de 2002 (variación real anual de 5.6 por ciento en diciembre). Lo anterior se explica en gran parte por la baja en el rendimiento de los instrumentos financieros internos (Gráfica 18a).

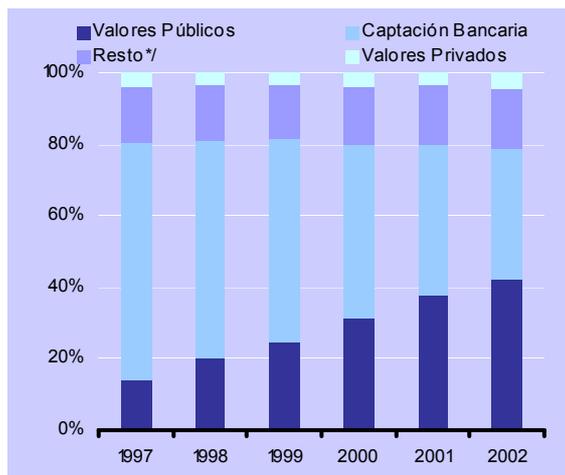
**Gráfica 18 Agregado Monetario M2**

a) M2 y Tasa Implícita<sup>1/</sup>

Variación real anual en por ciento



b) Estructura porcentual



1/ Promedio ponderado del CPP y de la tasa de interés implícita de los valores gubernamentales.

\*/ Se compone de billetes y monedas en poder del público y los recursos del SAR distintos a la inversión de valores públicos y privados de las SIEFORES.

A la par de la expansión más lenta del ahorro financiero, se han observado modificaciones drásticas en su estructura (Gráfica 18b):

- (a) Una mayor participación del ahorro destinado a la compra de valores (públicos y privados) y, por tanto, una disminución de la correspondiente a la captación bancaria. Esta última a diciembre registró una contracción anual de 4.5 por ciento en términos reales;
- (b) Durante 2002 la tercera parte del incremento del ahorro financiero provino del SAR; y
- (c) El 67 por ciento del aumento del ahorro financiero en 2002 fue canalizado a valores públicos<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> Los valores públicos incluyen los emitidos por el Gobierno Federal, el Banco de México, el IPAB, los Estados y Municipios y el FARAC.

La disminución de la captación bancaria no se generalizó a todos sus rubros. Al respecto, la banca ha buscado reducir su captación de mercado (la han dirigido a los fondos de inversión del grupo financiero) y aumentar la captación de ventanilla, en particular las cuentas de cheques<sup>20</sup>. Lo anterior tuvo como consecuencia una disminución del costo de captación durante 2002<sup>21</sup>.

### II.5.3. Financiamiento al Sector Privado

Durante el segundo semestre de 2002 el saldo del crédito vigente<sup>22</sup> otorgado por la banca comercial al sector privado mostró un ligero repunte. No obstante, actualmente el financiamiento total al sector privado<sup>23</sup> equivale a tan sólo 11.7 por ciento del PIB, siendo éste el coeficiente más bajo desde 1989<sup>24</sup>.

Por destino, el crédito bancario a la vivienda y a los intermediarios no bancarios continúa estancado. En contraste, destaca el vigor del canalizado al consumo, el cual en diciembre registró una variación real anual de 36.2 por ciento (Cuadro 11). Así, los esfuerzos realizados en los últimos años tanto en el ámbito monetario como en el fiscal han tenido como resultado que las tasas de interés se encuentren actualmente alrededor de sus mínimos históricos, lo cual ha influido significativamente sobre la recuperación del crédito al consumo y, por ende, ha impulsado el crecimiento económico. Además, el crédito otorgado a empresas, siguió repuntando. Así, entre junio y diciembre registró un flujo acumulado de 32.4 miles de millones de pesos.

Un factor adicional, que en parte es atribuible a la disminución de la inflación y de las tasas de interés internas, es que durante 2002 el financiamiento a empresas fue primordialmente de origen interno, en particular a través de la colocación de valores privados<sup>25</sup>. Esto difiere del patrón observado en el pasado reciente, cuando la principal fuente de financiamiento era el ahorro externo.

<sup>20</sup> La captación de ventanilla representó el 67 por ciento de la captación bancaria total durante 2002, cuando en 1999 esta participación era de solamente 46 por ciento.

<sup>21</sup> Un indicador de esta disminución es que durante 2001 el costo de captación promedio (CCP) que paga la banca resultó inferior al de Cetes 28 días en 35 puntos base, siendo que en 2002 dicho diferencial fue de 92 puntos base.

<sup>22</sup> Excluye a la cartera transferida a fideicomisos UDIs y la cesión de derechos sobre cartera al IPAB-FOBAPROA.

<sup>23</sup> Incluye la cartera asociada a programas de reestructura.

<sup>24</sup> De no considerarse la cartera asociada a programas de reestructura, el financiamiento bancario al sector privado representó el 9.1 por ciento del PIB en 2002, nivel similar al observado a mediados de la década de los ochenta.

<sup>25</sup> Entre éstos destacan los Certificados Bursátiles por su flexibilidad como instrumentos para la captación de recursos a través del mercado de deuda, los cuales registraron un incremento en enero-septiembre de 2002 de 28.2 miles de millones de pesos.

Específicamente, durante el tercer trimestre de 2002 tuvo lugar una sustitución de pasivos externos, lo cual redundó en una menor exposición al riesgo cambiario (Cuadro 12).

**Cuadro 11** **Crédito Vigente de la Banca Comercial al Sector Privado**  
Cartera propia<sup>1/</sup>

	Variación Porcentual Real Anual							
	Mar-01	Jun-01	Sep-01	Dic-01	Mar-02	Jun-02	Sep-02	Dic-02
<b>Total</b>	<b>7.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>0.8</b>	<b>-3.4</b>	<b>1.0</b>	<b>2.8</b>	<b>9.1</b>
Consumo	37.5	33.9	27.2	32.5	24.1	33.6	42.5	36.2
Vivienda	-12.0	-8.7	-7.8	-5.6	-4.3	-3.1	-1.1	-3.6
Empresas	5.6	-1.0	-2.2	-4.8	-9.1	-4.8	-2.4	6.6
Intermediarios Financieros No Bancarios	39.8	21.7	51.6	28.3	17.5	16.8	-9.5	2.3

1/ No incluye a la cartera transferida a fideicomisos UDIs y la cesión de derechos sobre cartera al IPAB-FOBAPROA. Incluye a la banca intervenida y en situación especial.

**Cuadro 12** **Financiamiento Interno y Externo a Empresas**  
Flujos en millones de pesos

	1999	2000	2001	2002				Acumulado
				I	II	III	Ene-Sep	1999-Sep 2002
<b>Interno</b>	<b>-35,071</b>	<b>57,536</b>	<b>17,426</b>	<b>-4,422</b>	<b>23,606</b>	<b>21,388</b>	<b>40,572</b>	<b>80,463</b>
Crédito Bancario Vigente	-31,576	26,019	-1,506	-12,994	14,299	9,392	10,697	3,634
Valores	-3,495	31,517	18,932	8,572	9,307	11,996	29,875	76,829
<b>Externo</b>	<b>68,469</b>	<b>68,314</b>	<b>54,198</b>	<b>13,974</b>	<b>3,962</b>	<b>-14,745</b>	<b>4,386</b>	<b>195,367</b>
Pasivos por Préstamos y Depósitos	26,155	43,578	40,040	-38	10,514	-6,431	4,319	114,092
Valores Emitidos en el Exterior	42,315	24,736	14,158	14,012	-6,552	-8,314	66	81,275
<b>Total</b>	<b>33,398</b>	<b>125,850</b>	<b>71,624</b>	<b>9,552</b>	<b>27,567</b>	<b>6,643</b>	<b>44,957</b>	<b>275,830</b>

Cabe destacar que si bien el mercado de deuda corporativa se ha convertido en una fuente importante de recursos para este sector, se encuentra concentrado en un número relativamente reducido de empresas de gran tamaño.

Finalmente, es común que en los países en desarrollo las empresas sólo puedan elegir entre emitir pasivos en moneda local a muy corto plazo o en moneda extranjera a un plazo mayor. Es indudable que en México la mayor estabilidad macroeconómica ha permitido que las empresas puedan colocar deuda en moneda nacional<sup>26</sup> a un plazo más largo.

<sup>26</sup> El plazo promedio de colocación tanto de la deuda privada como de la pública se ha duplicado en los últimos dos años.

### III. **Perspectivas del Sector Privado para 2003**<sup>27</sup>

---

Durante el trimestre octubre-diciembre de 2002, los consultores del sector privado revisaron sus pronósticos correspondientes a las principales variables macroeconómicas para 2003 en el sentido siguiente: un menor crecimiento del PIB y una inflación más elevada.

#### **III.1. Pronóstico sobre los Principales Determinantes de la Inflación**

---

Los analistas financieros del sector privado estiman para 2003 una menor tasa de incremento del PIB de los Estados Unidos y de México, en comparación con lo señalado en el anterior Informe sobre la Inflación. Respecto a la estimación del crecimiento en 2002, cabe destacar que a pesar de que la mayoría de los analistas privados ajustó ligeramente al alza la correspondiente a los Estados Unidos, de 2.4 a 2.5 por ciento, en respuesta a la elevación que tuvo el crecimiento de dicha economía durante el tercer trimestre, la tasa para el cuarto trimestre tuvo una revisión a la baja, pasando de 2 a 0.9 por ciento. Asimismo, la tasa de crecimiento anual del PIB esperada para 2003 se modificó de 3 a 2.7 por ciento (Cuadro 13). Por su parte, los consultores redujeron sus estimaciones para el crecimiento del PIB real de México tanto en 2002 como en 2003, de 1.6 a 1.1 por ciento y de 3.8 a 3.2 por ciento, respectivamente. La única variable cuyo pronóstico mejoró fue el precio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación para 2003.

La predicción para el tipo de cambio al cierre de 2003 fue modificada al alza. Por otra parte, los analistas encuestados prevén una ligera disminución, respecto de lo observado en diciembre de 2002, de los incrementos nominales que se otorguen a los salarios contractuales en enero y febrero de 2003.

---

<sup>27</sup> A menos que se especifique lo contrario, los pronósticos reportados en esta sección se obtienen de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba mensualmente el Banco de México.

**Cuadro 13 Expectativas del Sector Privado: Septiembre y Diciembre de 2002<sup>1/</sup>**

	Septiembre	Diciembre		Septiembre	Diciembre
<b>Crecimiento PIB Real en México</b>			<b>Tipo de Cambio</b>		
			(Pesos por Dólar, Cierre del año)		
2002	1.58%	1.14%	2003 Encuesta Banxico	10.39	10.51
2003	3.84%	3.16%	Futuros <sup>3/</sup>	11.22	11.17
<b>Déficit Comercial</b>			<b>Mezcla Mexicana de Petróleo</b>		
(Millones de dólares)			(Dólares por Barril en Promedio)		
2002	8,716	8,095	2003 Encuesta Banxico		19.08
2003	11,822	10,600	Futuros <sup>6/</sup>	21.54	24.14
<b>Déficit de la Cuenta Corriente</b>			<b>Incrementos Salariales</b>		
(Millones de dólares)					
2002	17,274	15,762	Para Enero 2003		5.5%
2003	20,446	18,490	Para Febrero 2003		5.3%
<b>Inversión Extranjera Directa</b>			<b>Clima de Negocios</b>		
(Millones de dólares)					
2002	13,147	12,925	Mejorará	60.0%	64.3%
2003	14,177	13,691	Permanecerá igual	36.7%	25.0%
			Empeorará	3.3%	10.7%
<b>Crecimiento PIB Real en EUA</b>					
2002 Encuesta Banxico	2.4%	2.5%	2003 Encuesta Banxico	3.0%	2.7%
Consensus Forecasts <sup>2/</sup>	2.4%	2.4%	Consensus Forecasts <sup>2/</sup>	3.0%	2.7%
Promedio Corredurías <sup>4/</sup>	2.4%	2.4%	Promedio Corredurías <sup>4/</sup>	2.8%	2.6%
IV Trim. Promedio Corredurías <sup>5/</sup>	2.0%	0.9%	I Trim. Promedio Corredurías <sup>5/</sup>	2.6%	2.2%
			II Trim. Promedio Corredurías <sup>5/</sup>	3.4%	3.2%
			III Trim. Promedio Corredurías <sup>5/</sup>	3.7%	3.7%
			IV Trim. Promedio Corredurías <sup>5/</sup>	3.7%	3.6%

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

2/ Consensus Forecasts del 7 de octubre de 2002 y 13 de enero de 2003.

3/ Los futuros del tipo de cambio corresponden al 30 de septiembre y al 31 de diciembre de 2002.

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

5/ Variación trimestral anualizada

6/ El precio de la mezcla mexicana de petróleo se obtiene a partir de la diferencia entre las cotizaciones a futuro del precio internacional del petróleo WTI (30 de diciembre) y el precio de la mezcla mexicana en esa misma fecha.

Los indicadores sobre el clima de los negocios y el nivel de confianza revelan un mayor optimismo que el captado en la encuesta de septiembre de 2002. Así, para la encuesta de diciembre 64 por ciento de los analistas consultados expresó que durante el próximo semestre el ambiente de los negocios mejorará, 25 por ciento mencionó que se mantendrá sin cambio y el resto opinó que se deteriorará.

En opinión de los analistas consultados, los principales factores que podrían obstaculizar durante los próximos seis meses el ritmo de la actividad económica en México son los siguientes: la fragilidad de los mercados externos y de la economía mundial (26 por ciento de las respuestas); la debilidad del mercado interno (14 por ciento); la incertidumbre política interna (9 por ciento); la inestabilidad política internacional, la incertidumbre sobre la situación económica interna y la política fiscal que se está instrumentando (7 por ciento de las respuestas cada uno de esos tres factores).

### III.2. Expectativas sobre la Inflación

Los pronósticos de los analistas respecto a la inflación mensual en enero, febrero y marzo de 2003 se ubicaron respectivamente en 0.59, 0.30 y 0.33 por ciento.

En cuanto a la inflación anual para el cierre de 2003 la predicción se elevó de 3.96 por ciento en septiembre a 4.21 por ciento en diciembre. Por otra parte, la expectativa respecto a la inflación subyacente para el cierre de 2003 se ubicó en 3.48 por ciento y la inflación general anticipada para los siguientes doce meses se incrementó de 4.05 por ciento en septiembre a 4.21 por ciento en diciembre. El pronóstico para la inflación general al cierre de 2004 resultó de 3.76 por ciento (Gráfica 19). Como es patente, las expectativas relativas a la inflación del INPC para 2003 y 2004 se encuentran aún por encima de la meta.

**Gráfica 19** Evolución de las Expectativas de Inflación  
Variación anual en por ciento



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

## IV. Programa Monetario para 2003

---

El esquema de la política monetaria seguido por el Banco de México ha sido modificado recurrentemente en respuesta a los cambios que ha experimentado la economía. Este proceso de avances graduales ha permitido aumentar la efectividad y la transparencia de la política monetaria.

Como parte de la evolución del esquema de objetivos de inflación, durante 2002 la Junta de Gobierno tomó cuatro decisiones importantes en este ámbito: i) el objetivo de inflación de largo plazo se fijó en términos del INPC; ii) la meta a partir de 2003 será de 3 por ciento; iii) se estableció un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor de ese nivel; y iv) las decisiones de política monetaria se anunciarán en fechas predeterminadas y vendrán acompañadas de boletines de prensa en los que se expliquen, en su caso, las razones de la modificación del instrumento.

En los Informes sobre la Inflación del segundo y tercer trimestres de 2002 se presentaron tanto una descripción de la evolución del esquema de política monetaria como las consideraciones que la Junta de Gobierno del Banco de México tomó en cuenta para adoptar los principales elementos del esquema de objetivos de inflación que se pondrán en práctica durante 2003.

### **IV.1. Elementos del Programa Monetario**

---

El Programa Monetario para 2003 está conformado por los siguientes elementos:

- (a) El objetivo de inflación;
- (b) El marco para la instrumentación de la política monetaria;
- (c) El esquema de referencia para el análisis de la coyuntura económica y de las presiones inflacionarias; y
- (d) La política de comunicación con el público.

#### IV.1.1. Objetivos del Programa

El Banco de México tiene, por mandato constitucional, la finalidad prioritaria de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Lo anterior se traduce en una encomienda de alcanzar y mantener una inflación baja y estable. Esta constituye la mejor contribución que un banco central puede hacer para aumentar el bienestar de la población. Asimismo, su ley orgánica establece la finalidad de promover un sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos. Estas funciones son cumplidas por el Banco Central a través del ejercicio de sus distintas facultades, incluyendo las de regulación y supervisión. En el Informe sobre la Inflación correspondiente al segundo trimestre de 2002 quedó establecido el objetivo de inflación de largo plazo, el cual guiará las acciones de la Junta de Gobierno del Banco de México. Este es el de alcanzar a partir de diciembre de 2003 una inflación de 3 por ciento. Reconociendo la incertidumbre propia del proceso, dicha meta se adicionó con el establecimiento de un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual.

En materia de inflación 2003 se vislumbra distinto a los últimos años, en los cuales la rápida disminución del crecimiento del índice subyacente de las mercancías fue uno de los factores con una mayor contribución al descenso de la inflación del INPC<sup>28</sup>. En contraste, el reducido nivel alcanzado por la inflación subyacente de las mercancías en los últimos meses hace que sea poco probable que a futuro pueda darse una contribución importante de los precios de estos bienes al abatimiento de la inflación general.

De esta manera, el reto de la política monetaria a lo largo de 2003 estará centrado en la evolución de la inflación subyacente de los servicios. Al respecto, se espera que en el año el ritmo de crecimiento de los precios de los servicios registre una reducción más pronunciada que la observada en 2002. Para ello, será importante que la inflación de los genéricos asociados con la vivienda siga una tendencia descendente. Cabe mencionar que el Banco de México prevé que a partir del segundo trimestre de 2003 comience a observarse una convergencia rápida de la inflación no subyacente hacia los niveles que ha mostrado la subyacente. Lo anterior, aunado a una disminución gradual de la inflación subyacente, situaría al comportamiento de los precios al

---

<sup>28</sup> La transmisión de las fluctuaciones cambiarias a la inflación ha sido mucho menos intensa que antes, lo cual es síntoma de una mayor credibilidad en el esquema de flotación cambiaria. En ese contexto, los movimientos de corto plazo del tipo de cambio se entienden como parte de la volatilidad inherente al mercado de divisas y no se suponen permanentes.

consumidor en una trayectoria compatible con la meta de inflación de 3 por ciento para finales de 2003.

#### **IV.1.2. Instrumentación de la Política Monetaria**

En México, la conducción de la política monetaria se lleva a cabo en un entorno en el cual tanto el tipo de cambio como las tasas de interés se determinan libremente en los mercados financieros.

Con la finalidad de enviar señales sobre sus intenciones de política monetaria, el Banco de México da a conocer diariamente el nivel al que pretende llevar al término del periodo de medición el “saldo acumulado diario total” de las cuentas corrientes que la banca mantiene en el propio Instituto Central. De esta manera, por ejemplo, un objetivo de saldo acumulado igual a cero es indicativo de la intención del Banco Central de satisfacer, a tasas de interés de mercado, toda la demanda de billetes y, por tanto, de proporcionar los recursos necesarios para que la banca en su conjunto no se vea obligada a incurrir en sobregiros o a acumular saldos positivos no deseados al finalizar el periodo de cómputo.

Un objetivo de saldos acumulados negativo, o sea un “corto”, indica que el Banco Central no suministrará a la banca la totalidad de los recursos demandados a tasas de interés de mercado. Este tipo de acción por parte del Banco Central obliga a alguna o a varias instituciones de crédito a obtener una fracción de los recursos requeridos a través del sobregiro en sus cuentas corrientes. Esto último, haciendo abstracción de otras influencias, induce un alza de las tasas de interés, ya que las instituciones tratan de evitar pagar la elevada tasa que se cobra por los sobregiros que se producen en el saldo acumulado al finalizar el periodo de cómputo. Ello, mediante la obtención de los recursos faltantes en el mercado de dinero. La circunstancia descrita envía al mercado una señal de que el Banco de México ha adoptado una postura restrictiva de política monetaria<sup>29</sup>.

En algunas ocasiones la tasa de interés determinada por el mercado podría no ser congruente con el cumplimiento de los objetivos de inflación. El Banco de México ha previsto la

---

<sup>29</sup> Cuando el Banco de México adopta un objetivo de saldos acumulados negativo no retira dinero de la circulación, ya que siempre proporciona el crédito suficiente para atender plenamente la demanda de billetes y monedas. La diferencia reside en que cuando dicho objetivo es negativo parte de ese crédito es otorgado a una tasa superior a la de mercado. Ello, como resultado de que se ha producido un sobregiro en la cuenta corriente de uno o más bancos.

posibilidad de una situación semejante y para enfrentarla restringiría la postura de la política monetaria mediante la ampliación del “corto”.

#### **IV.1.3. Análisis de la Coyuntura Económica y de las Presiones Inflacionarias y Política de Comunicación**

Las acciones de política monetaria que instrumenta un Banco Central inciden sobre el comportamiento del nivel de precios con un considerable rezago y con un importante grado de incertidumbre. Por tanto, para alcanzar sus objetivos la autoridad monetaria debe fundar sus decisiones en una evaluación muy cuidadosa y continua de la perspectiva de las presiones inflacionarias<sup>30</sup>. Este análisis se hace del conocimiento público a través de las diferentes publicaciones que realiza el Banco de México.

### **IV.2. Perspectivas para el Año 2003 y Balance de Riesgos**

---

Para 2003 se prevé que el desempeño de la economía mexicana se encuentre ligado principalmente a la recuperación de la estadounidense. Asimismo, también se anticipa que se mantendrán las condiciones de financiamiento externo que enfrentó México en 2002. A continuación se presenta el pronóstico del entorno externo y de la evolución de las principales variables macroeconómicas de México en 2003. Posteriormente, se comentan los elementos de riesgo que se vislumbran y que de materializarse podrían afectar el escenario base estimado.

#### **IV.2.1. Entorno Internacional**

En 2002 la economía de los Estados Unidos y también la mundial experimentaron una expansión lenta y errática. La expectativa es que durante 2003 se fortalezca el proceso de recuperación, a pesar de que dicha expectativa está rodeada de riesgos importantes. La previsión de que en 2003 se consolidará el repunte económico en los Estados Unidos se fundamenta en los siguientes factores:

- (a) Durante 2002 se instrumentaron en los Estados Unidos importantes medidas de política monetaria y fiscal

---

<sup>30</sup> En el apéndice del presente documento se incluye un pronóstico mensual de la base monetaria que puede servir como una de varias referencias generales para el seguimiento de la política monetaria.

orientadas a inducir una recuperación más vigorosa de la actividad económica. Adicionalmente, a principios de enero de 2003 el Gobierno de ese país dio a conocer un paquete multinacional de estímulos fiscales cuyos efectos deberán comenzar a surtir efecto a partir del presente año<sup>31</sup>;

- (b) La solidez que mantuvieron los fundamentos de la economía estadounidense en las etapas de desaceleración en 2001 y de lenta recuperación en 2002 impidió que dichos ciclos tuvieran efectos más intensos sobre los balances de las empresas, de los bancos y de los consumidores; y
- (c) Las presiones inflacionarias en los Estados Unidos se encuentran bajo control, lo cual permite prever que un posible endurecimiento de la política monetaria sería gradual y tendría lugar después de la segunda mitad de 2003, una vez que se afirmara la recuperación.

Con base en estos elementos, el pronóstico es que la economía de los Estados Unidos mostrará una recuperación a partir del primer trimestre de 2003 y que ésta se acelerará del segundo trimestre en adelante. Asimismo, se espera que la economía mundial repunte después del segundo trimestre de 2003. Para el caso de los países desarrollados, los pronósticos, tanto del FMI como del Consensus Forecast, indican un mayor crecimiento, incluso en Japón. Para las economías de los países emergentes las previsiones señalan una recuperación del crecimiento en América Latina y la continuación de la expansión de las economías de los países asiáticos (Cuadro 14).

---

<sup>31</sup> El paquete de estímulos contempla una extensión de los beneficios del seguro de desempleo e implica una reducción de la carga impositiva de los contribuyentes de alrededor de 98 mil millones de dólares en 2003.

**Cuadro 14**

**Pronósticos de Crecimiento del Producto Interno Bruto en 2002 y 2003**

Variación anual en por ciento

	2002		2003	
	FMI	Consensus Forecast	FMI	Consensus Forecast
Mundo	2.8	1.7	3.7	2.3
Economías Industrializadas	1.7	1.8	2.5	2.3
EUA	2.2	2.4	2.6	2.7
Japón	-0.5	-0.3	1.1	0.4
Alemania	0.5	0.3	2.0	0.9
Francia	1.2	1.0	2.3	1.7
Italia	0.7	0.4	2.3	1.5
Reino Unido	1.7	1.6	2.4	2.3
Canadá	3.4	3.3	3.4	3.2
Resto	2.6	nd	3.3	nd
Zona del Euro	0.9	0.8	2.3	1.5
ERIs de Asia <sup>1/</sup>	4.7	1.9 <sup>2/</sup>	4.9	2.3 <sup>2/</sup>
Latinoamérica	-0.6	-1.2 <sup>3/</sup>	3.0	2.2 <sup>3/</sup>

Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook , septiembre de 2002 y Consensus Forecast, diciembre de 2002.

1/ Economías de Reciente Industrialización.

2/ Incluye a los países de Asia Pacífico.

3/ En el caso del FMI incluye a 14 países de América Latina; en el caso del Consensus Forecast incluye a América sin Canadá ni los Estados Unidos.

Debido a la gran importancia que conllevan para México tanto la economía estadounidense como el precio del petróleo, a continuación se analizan con detalle las perspectivas sobre su evolución en 2003.

**IV.2.1.1. Evolución Esperada de la Economía de los Estados Unidos y del Precio del Petróleo**

Según los principales indicadores de la actividad económica en los Estados Unidos, durante el cuarto trimestre de 2002 el repunte perdió fortaleza. Sin embargo, en diciembre algunos indicadores sugerían una recuperación del crecimiento en el primer trimestre de 2003.

Por otra parte, recientemente se han dado a conocer también algunos aspectos negativos sobre la evolución de la economía estadounidense. Dichos elementos no han incidido de manera importante sobre las expectativas de que la reactivación de esa economía se consolidará en 2003, pero constituyen evidencia de la fragilidad de la recuperación que se anticipa<sup>32</sup>.

<sup>32</sup> Los datos sugieren un descenso de la confianza del consumidor en enero de 2003. Así, el índice de la Universidad de Michigan, pasó de 86.7 puntos en diciembre a 83.7 en enero. Sin embargo, los índices de solicitudes de hipotecas y de refinanciamientos de las mismas continuaron creciendo. Finalmente, el promedio de cuatro semanas de las solicitudes iniciales del seguro de desempleo se ubicó en alrededor de 390 mil a mediados de enero.

En caso de ocurrir, el conflicto entre Irak y los Estados Unidos probablemente será de corta duración y no provocará un disparo del precio del petróleo. Con ello se reducirá la incertidumbre en los mercados internacionales, en especial en los Estados Unidos. Lo anterior, contribuirá a fortalecer la confianza de los consumidores y de las empresas para retomar en ese país patrones de gasto congruentes con la consolidación del repunte de la actividad económica

El escenario de referencia está sujeto a riesgos que podrían retrasar la consolidación de la recuperación en 2003 de la economía de los Estados Unidos. Entre éstos destacan los siguientes:

- (a) De acuerdo con algunos observadores, es posible que el escenario de guerra resulte más complicado que el previsto, lo cual podría tener considerables efectos negativos sobre la evolución de la economía estadounidense y mundial. Al respecto, cabe mencionar los siguientes puntos:
- En caso de que el conflicto bélico se extendiera por un lapso mayor que el previsto, podría tener lugar un aumento sostenido de los precios del petróleo con consecuencias dañinas para la recuperación económica tanto de los Estados Unidos como del resto del mundo<sup>33</sup>. Asimismo, es posible que la capacidad de producción de petróleo de Irak se encuentre seriamente mermada después de la guerra. En consecuencia, sería necesaria la participación de otros productores para mantener una oferta mundial acorde con un descenso de los precios.
  - Subsiste la posibilidad de una regionalización del conflicto y de un agravamiento de las luchas étnicas y religiosas en el Medio Oriente, lo cual agudizaría aún más la tensión geopolítica prevaleciente.
- (b) La debilidad que continúa mostrando el mercado laboral en los Estados Unidos constituye un factor de vulnerabilidad para el repunte del consumo;

---

<sup>33</sup> Los escenarios más críticos que han delineado algunos observadores implican escaladas temporales en el precio del petróleo, incluso por encima de 60 dólares. Véase, por ejemplo, el documento publicado por la Academia de Ciencias de los Estados Unidos titulado: *War with Irak: Consequences and Alternatives*, disponible en [http://www.amacad.org/publications/monographs/War\\_with\\_Irak.pdf](http://www.amacad.org/publications/monographs/War_with_Irak.pdf)

- (c) Los efectos negativos sobre el consumo que conllevaría un incremento de la tasa de ahorro personal que pudiera darse como consecuencia de las pérdidas de riqueza;
- (d) El retraso de la recuperación del gasto en inversión y en contrataciones de personal por parte de las empresas, en espera de que la recuperación de la demanda agregada sea más robusta; y
- (e) Los efectos perjudiciales que produciría en los mercados financieros internacionales una corrección abrupta de los desequilibrios externos de la economía de los Estados Unidos.

La previsión de los analistas consultados en la encuesta del Consensus Forecast de diciembre indica que en 2003 la economía de los Estados Unidos crecerá 2.7 por ciento a tasa anual. Dicho pronóstico es muy similar al del FMI, de 2.6 por ciento. Los analistas esperan que, a partir de una variación de aproximadamente uno por ciento a tasa trimestral anualizada en el cuarto trimestre de 2002, el crecimiento del PIB estadounidense se recupere en el primer trimestre de 2003 y que se intensifique en los trimestres restantes (Cuadro 15).

**Cuadro 15**

**Pronósticos de Crecimiento del Producto Interno Bruto de los Estados Unidos en 2003**

Variación trimestral anualizada en por ciento

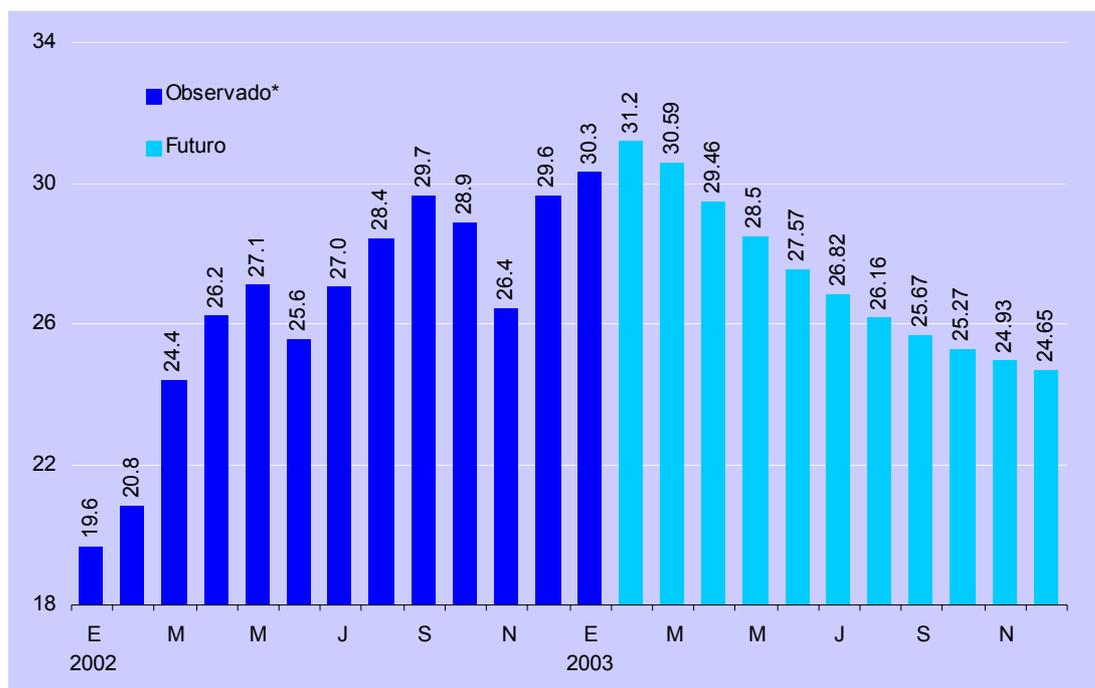
	2003.I	2003.II	2003.III	2003.IV
Consensus Forecast	2.4	3.2	3.6	3.6
Deutsche Bank	2.0	4.0	4.0	3.9
Goldman Sachs	1.5	2.5	3.0	3.5
JP Morgan	3.0	3.0	4.0	3.5

De acuerdo con el escenario base expuesto, se prevé que el eventual enfrentamiento bélico entre los Estados Unidos e Irak tenga efectos moderados y transitorios sobre el precio del petróleo. El patrón de comportamiento esperado sería similar al que se observó durante la Guerra del Golfo en 1990 (Gráfica 20).

Gráfica 20

## Precio de Petróleo West Texas Intermediate (WTI) en 2002 y 2003

Dólares por barril



Fuente: Reuters.

\* Precio promedio diario. Información hasta el 9 de enero de 2003.

No obstante lo anterior, es oportuno reiterar que la evolución esperada de los precios del petróleo está sujeta a un elevado grado de incertidumbre.

Los supuestos en que se sustentan los pronósticos del Banco de México en cuanto a la evolución del entorno externo durante 2003 se modificaron ligeramente con respecto a los presentados en el anterior Informe sobre la Inflación:

- (a) El incremento esperado para 2003 del PIB de los Estados Unidos se revisó ligeramente a la baja, pasándose de 2.8 a 2.7 por ciento. Por otra parte, el crecimiento anual de la producción industrial se modificó de 3.1 a 2.4 por ciento;
- (b) En razón de la gran volatilidad que ha exhibido el precio del petróleo en fechas recientes y de la elevada incertidumbre referente a 2003, el Banco de México consideró apropiado mantener para la mezcla mexicana de exportación el supuesto de 17 dólares por barril; y
- (c) Respecto a las condiciones de acceso de la economía mexicana a los mercados financieros internacionales, la perspectiva de acuerdo con el escenario base, es que es

probable que se enfrente un entorno externo similar al de 2002.

La aprobación por parte del H. Congreso de la Unión del Presupuesto de Egresos, de la Ley de Ingresos y de varias medidas fiscales a mediados de diciembre no representa un cambio fundamental de los supuestos utilizados para la elaboración de los pronósticos del Banco de México sobre la evolución de las principales variables económicas en 2003. Al igual que en el año anterior, se incorporaron en el Presupuesto de Egresos de la Federación compensaciones automáticas. Así, de no materializarse los ingresos estimados para 2003, se le han otorgado facultades a la SHCP para reducir el gasto y garantizar el cumplimiento de la meta de déficit público, de 0.5 por ciento del PIB. La reducción programada del déficit público es un elemento que coadyuvará a lograr en el futuro una disminución de los requerimientos financieros del sector público, lo cual contribuirá a mejorar, así sea gradualmente, la solidez de las finanzas públicas.

#### **IV.2.2. Evolución Prevista para las Principales Variables Macroeconómicas en 2003**

En 2003 la evolución de la economía mexicana estará condicionada en buena medida por los siguientes factores:

- (a) El vigor de la recuperación de la economía estadounidense, en especial de su sector industrial, y la intensidad con la que dicha recuperación se transmita a los sectores exportador e industrial de México;
- (b) La evolución del precio del petróleo;
- (c) Las condiciones de acceso para México al financiamiento externo; y
- (d) El avance en la agenda de reformas estructurales que requiere la economía mexicana.

Es de esperarse que la recuperación del crecimiento de la economía de los Estados Unidos se transmitiría a México, en primera instancia, a través de un repunte del sector exportador y de la actividad industrial. Asimismo, la previsión es que éste dará paso a un fortalecimiento del gasto en consumo e inversión en México. Por otra parte, la reactivación de la actividad industrial vendría acompañada de un aumento de las importaciones. Con base en lo anterior, se anticipa que en el presente año tanto el consumo como la inversión del sector privado contribuirán a una recuperación del

crecimiento del PIB mexicano. En particular, se prevé que el consumo se mueva al alza desde el comienzo del año y que ello se intensifique en los trimestres restantes apoyado en los efectos favorables de un aumento moderado del empleo formal y en la continuación de la expansión del crédito al consumo. Respecto a la inversión, se prevé que en 2003 también muestre un repunte importante desde el primer trimestre del año, el cual estaría impulsado por el incremento de la inversión pública y, en menor medida, por la recuperación de la actividad industrial tanto en los Estados Unidos como en México.

Así, con base en el escenario descrito y en la información disponible sobre la evolución de la economía en el cuarto trimestre de 2002, el Banco de México elaboró un ejercicio de pronóstico para 2003 que contempla a las principales variables económicas.

**Crecimiento Económico:** Se estima que en 2003 la variación anual del PIB resulte de aproximadamente 3 por ciento. Asimismo, se anticipa que las tasas de variación anual del PIB en los dos primeros trimestres de 2003 estarán influidas por efectos estadísticos. Ello, debido a que en 2002 la Semana Santa cayó en marzo, mientras que en 2003 ocurrirá en abril. Así, se prevé que el crecimiento promedio en los dos primeros trimestres del año se ubicará en un nivel de alrededor de 2.5 por ciento. Para el segundo semestre, se espera que el promedio de la tasa de incremento anual del PIB alcance un nivel de alrededor de 3.5 por ciento.

Cabe señalar que, como se comentó, durante 2002 se registró un aumento de la productividad de las exportaciones manufactureras mexicanas inferior al observado en la industria manufacturera estadounidense. Asimismo, en los últimos años las exportaciones mexicanas han enfrentado una mayor competencia en el mercado de los Estados Unidos y se ha registrado una mayor penetración de otros países. Aunado a lo anterior, en los últimos años se ha observado una caída en los índices de competitividad de la economía mexicana que calculan varias instituciones internacionales. Estos factores podrían afectar negativamente no sólo a la recuperación del crecimiento en 2003 sino también a la expansión potencial de la economía mexicana.

**Empleo:** Debido a que los incrementos de los salarios contractuales se han moderado tan sólo ligeramente, a pesar de las condiciones de holgura que persisten en el mercado laboral, puede anticiparse que la recuperación de la actividad económica no vendrá acompañada de un aumento importante del empleo. Además de lo señalado, es muy probable que el incremento del salario mínimo legal de 4.5 por ciento se constituya en un límite inferior

para las revisiones de los salarios contractuales. Por lo anterior, se prevé que la limitada inflexión a la baja que muestran los incrementos salariales contractuales incidirá negativamente sobre la creación de empleo en el sector formal de la economía. Asimismo, debe considerarse que en los principios de una recuperación suele ser el caso encontrar que la expansión de la producción ocurra sin que se registren aumentos inmediatos de la demanda de mano de obra. En consecuencia, se prevé que en 2003 la generación de empleos formales será muy inferior al crecimiento de la fuerza laboral. Al respecto, se anticipa que entre diciembre de 2002 y diciembre de 2003 se generarán alrededor de 300 mil empleos formales (Recuadro 2).

**Cuenta Corriente:** A la luz del pronóstico de que el impulso inicial para la expansión del PIB provendrá del sector externo, en 2003 la recuperación del gasto interno inducirá solamente una ampliación modesta del déficit de la cuenta corriente, para ubicarlo en alrededor de 3 por ciento del PIB.

**Inflación:** Respecto a la trayectoria esperada de la inflación del INPC y de los subíndices que lo componen, conviene señalar lo siguiente:

- (a) Es probable que a partir del segundo trimestre la inflación general muestre una convergencia hacia la inflación subyacente y hacia el objetivo de inflación. Ello, debido principalmente a los factores que a continuación se comentan:
- Del segundo trimestre en adelante desaparecerán de la medición de la inflación anual general los efectos aritméticos que se derivan de los aumentos en los precios de la electricidad residencial en febrero y marzo de 2002.
  - Se prevé que la inflación del subíndice de productos agrícolas mostrará una reducción moderada en 2003 y que ésta tendrá lugar a partir de marzo. Específicamente, se anticipa un descenso de la inflación de dichos precios en enero, seguido de un repunte en febrero y de una nueva reducción en marzo. El repunte en febrero se explicaría por el efecto estadístico sobre la medición de la inflación anual de la disminución de los precios agrícolas que se registró en igual mes de 2002.

- (b) Resulta poco probable que durante 2003 la inflación del subíndice subyacente de las mercancías experimente reducciones adicionales. Ello, debido a los bajos niveles que ha alcanzado recientemente. En cuanto a la inflación subyacente de los servicios, el pronóstico es que muestre un descenso a lo largo del año, el cual probablemente se acelerará en el segundo semestre. Esto último, obedece en parte a que se prevé que el repunte que ha mostrado la inflación de los precios de la vivienda desde mediados de 2001 comience a revertirse durante el primer semestre. Asimismo, se espera que los precios del resto de los servicios se mantengan en la tendencia descendente que han mostrado en los últimos años. Para ello, resulta necesario que las negociaciones de los salarios contractuales estén basadas en la combinación de una estimación razonable del incremento en la productividad de la mano de obra y de una previsión de la inflación congruente con la meta de 3 por ciento.
- (c) La trayectoria de la inflación de los subíndices no subyacentes está sujeta a un grado de incertidumbre considerable. Como se hizo evidente en 2002, es fundamental que la determinación de los precios administrados y concertados en el presente año sea compatible con la meta de inflación. Recientemente, la SHCP anunció que, en promedio ponderado, los precios públicos crecerán en 2003 a una tasa de 2.7 por ciento. Al respecto, con la finalidad de estimar el impacto del aumento de los precios públicos sobre la inflación del INPC, es necesario considerar en dicho cálculo solamente la inflación esperada de aquellos bienes que están incluidos en el subíndice de precios administrados y concertados. Ello, debido a que algunos precios públicos corresponden a bienes que son insumos en la producción y, por tanto, se incluyen en los índices de precios al productor, quedando fuera del INPC. Así, estimaciones realizadas en el Banco de México indican que en 2003 la inflación del subíndice de precios administrados y concertados se ubicará en alrededor de 3.5 por ciento. Asimismo, como cuestión meramente estadística, se prevé que la inflación de dicho subíndice mostrará reducciones después del primer trimestre. Aunado a lo anterior, se considera que podrían registrarse incrementos en el precio del gas en los primeros meses del año, debido a que están ligados a la evolución de los precios de los energéticos en los mercados internacionales, y que posteriormente se observarían reducciones durante el verano. Respecto a la

evolución del precio de las gasolinas, se prevé que su inflación anual mostrará una reducción gradual a lo largo del año. Finalmente, se anticipa que la inflación de los precios concertados experimentará un descenso moderado durante 2003, al igual que la del subíndice de precios de la educación.

#### **IV.2.3. Balance de Riesgos**

El escenario base presentado en las páginas previas resulta inusualmente incierto debido a la existencia de diversos riesgos graves. Entre los externos se encuentran los siguientes:

- (a) Una recuperación de la economía de los Estados Unidos más lenta que la prevista o, en un caso extremo, un nuevo periodo de recesión. Este escenario podría presentarse en caso de que se materializara alguna de las siguientes situaciones:
- Un conflicto bélico con Irak muy prolongado y que se extendiera a otros países de la región. Ello podría tener consecuencias de peso sobre el precio del petróleo, la estabilidad geopolítica y los mercados accionarios;
  - Un ajuste a la baja de magnitud importante del gasto en consumo privado, como secuela de las pérdidas de riqueza que han sufrido recientemente las familias estadounidenses y una corrección abrupta del bajo nivel que tiene la tasa de ahorro en ese país. A la vez, lo anterior provocaría previsiblemente un mayor retraso en el gasto en inversión de las empresas; y
  - Una rápido ajuste del déficit de la cuenta corriente de los Estados Unidos. Dicho evento tendría consecuencias importantes sobre la cotización del dólar y, muy probablemente, vendría acompañado de una mayor volatilidad en los mercados internacionales de capital.
- (b) Una contracción de los flujos de capital hacia los países emergentes, en especial de los dirigidos hacia América Latina. Ello, como consecuencia de la combinación del empeoramiento de las dificultades financieras y políticas de algunos países de la región y de un entorno internacional más inestable.

Es claro que la materialización de los escenarios descritos dificultaría la recuperación de la actividad económica en México. Sin embargo, sus efectos sobre la inflación serían ambiguos. Por un lado, un crecimiento económico menor que el esperado tendería a debilitar las presiones inflacionarias. Por otro lado, perturbaciones desfavorables sobre la exportación, la actividad económica y los mercados internacionales de capital podrían ampliar los déficit externos. Esto último podría dar lugar a una depreciación de la moneda nacional, la cual resultaría en presiones inflacionarias adicionales en caso de que se observara una recuperación de magnitud importante en la intensidad de la transmisión de los movimientos cambiarios a los precios internos.

En el ámbito interno, los principales riesgos a los que se encuentra sujeto el escenario base expuesto, son los siguientes:

- (a) La lentitud de movimiento en el ámbito de las reformas estructurales en 2003 podría tener como consecuencia una revisión a la baja de las expectativas de crecimiento en el mediano y largo plazos;
- (b) La ausencia de la inflexión salarial necesaria para inducir un descenso significativo de la inflación subyacente de los servicios;
- (c) Una creación de empleos en el sector formal de la economía aún más moderada que la anticipada, lo cual tendría impactos adversos sobre la reactivación del consumo; y
- (d) Una recuperación significativa de la intensidad del traspaso de los movimientos del tipo de cambio hacia los precios, la cual se ha debilitado considerablemente en los últimos años.

La falta de avance en la agenda de reformas estructurales que requiere la economía mexicana tiene efectos negativos sobre la inversión, tanto nacional como extranjera, y al mismo tiempo compromete el crecimiento futuro de la productividad, del empleo y del salario real. Asimismo, dicha demora limita la capacidad de la economía nacional para generar fuentes internas de crecimiento y restringe a la autoridad para instrumentar políticas contracíclicas, lo cual es sumamente importante en un contexto de debilidad de la economía mundial. Un claro ejemplo de lo señalado es la evolución reciente de la economía de Canadá, la cual después de haber realizado reformas profundas en el ámbito fiscal, monetario y laboral ha mostrado, en los últimos años, una evolución desligada

del desempeño negativo de la economía de los Estados Unidos, su principal socio comercial (Recuadro 4).

Lo anterior, asociado a un deterioro de la percepción sobre la solidez de las finanzas públicas en un entorno de crecimiento más lento que el esperado, podría hacer a la economía mexicana vulnerable a episodios de presiones especulativas, que pondrían en riesgo la recuperación del crecimiento. Esto, en combinación con una insuficiente moderación de los incrementos salariales contractuales, tendría como consecuencia un aumento del empleo mucho menor que el ya de por sí modesto que se anticipa en el escenario base, y provocaría una ampliación adicional de la brecha existente entre el crecimiento de la oferta de mano de obra y la generación de puestos de trabajo en el sector formal de la economía. Por otra parte, en caso de materializarse el riesgo (b) mencionado, sería necesaria la aplicación de una política monetaria más restrictiva, con el fin de alcanzar el objetivo de inflación de 3 por ciento al cierre del año.

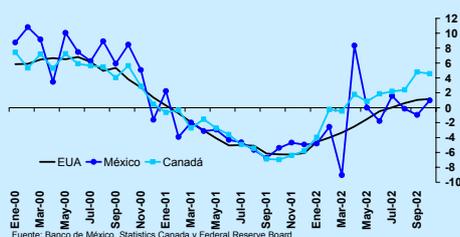
En los próximos meses, la Junta de Gobierno del Banco de México continuará evaluando cuidadosamente el desenvolvimiento de los principales determinantes de la inflación. Con base en ello y, por ende, de las presiones inflacionarias de corto y largo plazos que se identifiquen, se determinarán oportunamente las acciones de política monetaria que sean requeridas para alcanzar el objetivo de inflación que se ha planteado para 2003 y años subsecuentes.

Recuadro 4

La Economía Canadiense ante la Desaceleración de la de los Estados Unidos

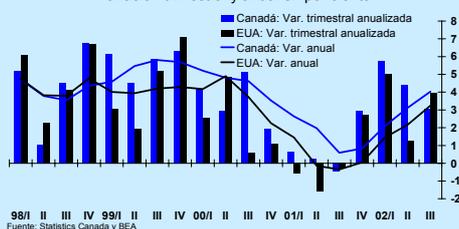
A partir del primer trimestre de 2000 se observó una desaceleración sincronizada del crecimiento económico en los países del TLCAN. Ello se explica por la elevada integración económica de Canadá y México con los Estados Unidos, la cual se refleja en una alta correlación de los índices de la producción manufacturera.

Gráfica 1  
Producción Manufacturera  
Variación anual en por ciento



De los tres países, en el ciclo recesivo reciente Canadá es el que ha mostrado el mejor desempeño. Mientras que en 2001 el PIB estadounidense registró tres trimestres con contracción, Canadá experimentó una desaceleración durante la cual el PIB no llegó a registrar variaciones anuales negativas y la inversión no disminuyó. Asimismo, la recuperación en 2002 fue más vigorosa que en los Estados Unidos y el crecimiento económico canadiense fue el más alto en el G-7. Así, la desaceleración canadiense ante la recesión en los Estados Unidos, fue menos pronunciada que la ocurrida en México. Ello, a pesar de que las exportaciones canadienses a ese país representan 34% del PIB en tanto que para México alcanzan 26%.

Gráfica 2  
Producto Interno Bruto: Canadá-EUA  
Variación trimestral y anual en por ciento



El comportamiento reciente de la economía canadiense contrasta no sólo con lo sucedido en México, sino también con la propia experiencia canadiense en ciclos anteriores. El cambio en el patrón cíclico es atribuible a las reformas llevadas a cabo durante la década pasada.

Al inicio de los noventa la economía canadiense experimentó una recesión prolongada y severa, reflejo tanto de la recesión estadounidense como de los considerables desequilibrios macroeconómicos que se habían acumulado en el pasado. El elevado cociente de deuda pública a PIB era una resultante de los persistentes déficit fiscales de años anteriores. La inflación se mantenía elevada en tanto que se experimentaba una pérdida de competitividad debida al incremento de los costos laborales unitarios. Asimismo, el desempleo alcanzaba 12%, nivel ligeramente inferior al máximo histórico.

Estos desequilibrios orillaron al gobierno de Canadá a instrumentar un ambicioso programa de reestructuración económica, encaminado a elevar la productividad y a promover la estabilidad financiera. El programa incluyó como capítulos

principales a los siguientes: reformas tanto al mercado laboral como al sistema público de pensiones, modificaciones tributarias, liberalización comercial y del sector financiero, introducción del esquema de objetivos de inflación y control del déficit fiscal (que en 1992 había alcanzado 9 puntos del PIB). Si bien en la primera mitad de los noventa el drástico programa de ajuste contribuyó a un lento crecimiento, se sentaron las bases para el buen desempeño en años posteriores.

En el ámbito laboral, la excesiva generosidad del seguro de desempleo canadiense durante las décadas de los setenta y ochenta creó distorsiones considerables en el mercado de trabajo. Lo anterior conllevó un elevado desempleo estructural.

La reforma laboral tuvo como finalidad aumentar la flexibilidad y eficiencia de dicho mercado. Para ello, se recortaron los beneficios de desempleo y se introdujo la "regla de intensidad" (penalización a los usuarios frecuentes del seguro de desempleo). La eliminación de las distorsiones existentes fue exitosa e incidió para que disminuyera la tasa natural de desempleo y aumentara la participación laboral.

Los esfuerzos en materia fiscal se reflejaron en un equilibrio presupuestario para 1997 y un superávit de 3.6 puntos del PIB en 2000 (con un superávit primario cercano a 7 puntos del PIB). Por otra parte, la razón de deuda a PIB disminuyó de 76 puntos en 1995 a 50 puntos en 2002, nivel inferior al promedio en los países del G-7.

En materia de política monetaria, en 1991 el Banco de Canadá adoptó el esquema de objetivos de inflación. Inicialmente, este fue aplicado como una banda centrada en una inflación de 5%, con un intervalo de más/menos 1% y con una tendencia descendente. Posteriormente, en 1995, ya con una inflación cercana a 3%, se adoptó como meta un intervalo de inflación entre 1% y 3%; además, se intensificaron los esfuerzos para lograr una mayor transparencia en la definición del marco de la política monetaria.

El logro de tasas de crecimiento del PIB positivas durante la recesión global reciente se explica por el fortalecimiento de la economía como resultado de las reformas emprendidas. La corrección del déficit fiscal y la generación de un amplio superávit en la cuenta corriente (4.7% del PIB en el primer trimestre de 2001) otorgaron un margen de maniobra considerable a la política económica canadiense:

- El saneamiento de las finanzas públicas permitió aplicar en 2000 una política de reducción de las tasas impositivas, que si bien no fue programada como una medida contracíclica, de todas maneras impulsó el crecimiento del consumo y de la inversión privada.
- La credibilidad ganada mediante el cumplimiento de sus objetivos de inflación permitió al Banco de Canadá instrumentar de un relajamiento de la política monetaria. La constante baja de las tasas de interés estimuló a la demanda interna, en tanto que la depreciación ordenada y moderada del tipo de cambio indujo una contribución positiva del sector externo al crecimiento.

Las reformas estructurales parecen haber elevado el crecimiento potencial del PIB de Canadá. Al mitigar las rigideces existentes en el mercado laboral favorecieron la expansión del empleo. Asimismo, dieron sustento al crecimiento del ingreso de las familias, lo cual se refleja en la fortaleza de la demanda interna.

Las reformas explicadas permitieron una oportuna respuesta contracíclica por parte de las políticas fiscal y monetaria y sentaron las bases para lograr que la economía canadiense se deslajara de una desaceleración global muy intensa.

## V. Consideraciones Finales

---

Durante 2002 la debilidad de la economía mundial, en particular la de los Estados Unidos, continuó afectando negativamente a la economía nacional. Así, se estima que el año pasado el PIB de México haya crecido a una tasa alrededor de uno por ciento y de esta manera, por segundo año consecutivo, se habría registrado un descenso del producto per cápita. Otro aspecto sumamente preocupante de la actual coyuntura económica es la insuficiente creación de empleos. Si bien ésta ha sido una consecuencia del bajo crecimiento económico, también se ha visto influida porque la determinación de los incrementos salariales no ha estado basada en la combinación de una estimación razonable del incremento de la productividad de la mano de obra y de una previsión de la inflación acorde con la meta establecida.

Al igual que en 2001, la economía nacional no pudo sustraerse de la influencia del débil contexto económico internacional. Sin embargo, los elementos de fortaleza con los que cuenta, le permitieron mantener el orden en los mercados financieros, así como evitar el contagio proveniente de otras economías de la región, que sufrieron episodios de gran volatilidad<sup>34</sup>. Lo anterior ha influido para que el impacto sobre la economía nacional de la desaceleración global sea menor que el registrado en otras naciones.

En 2002, por primera vez en cuatro años, la inflación anual del INPC se ubicó por encima de la meta anual. Este comportamiento respondió al incremento registrado por la inflación de los subíndices de precios administrados y concertados y de productos agropecuarios. No obstante, la inflación subyacente mantuvo su trayectoria descendente a lo largo del año. Al interior de esta última destacó lo siguiente:

- El importante descenso de la inflación anual del subíndice de las mercancías y la ausencia de transmisión de la depreciación del tipo de cambio a dicho subíndice; y
- La rigidez a la baja que mostró la inflación anual del subíndice de los servicios. Ello, debido a que la reducción

---

<sup>34</sup> Entre los elementos de fortaleza, destacan la solvencia que mantienen las finanzas públicas, la reducción de la inflación, la solidez del sistema financiero, y el hecho de que las necesidades de financiamiento externo del sector público en 2003 ya hayan sido atendidas.

en la inflación anual de este subíndice se vio limitada por el repunte de la inflación de la vivienda y por los aumentos en los salarios contractuales.

En 2002 las acciones de política monetaria se enfocaron a evitar la posible contaminación de las expectativas inflacionarias de mediano plazo asociada al aumento de la inflación general, y a conseguir una mayor inflexión a la baja en la inflación del subíndice de los servicios. Durante 2003, la política monetaria continuará enfrentando dichas presiones, las cuales de persistir dificultarían la consecución de la meta de inflación para 2003. Así, la Junta de Gobierno del Banco de México continuará evaluando constantemente la evolución de la economía y, en particular, el comportamiento esperado de la inflación con el fin de mantener las condiciones monetarias congruentes con el logro del objetivo.

Los pronósticos presentados en este documento indican que la actividad económica repuntará en 2003. Sin embargo, el crecimiento y la creación de empleos serán modestos. De cumplirse dicho escenario, para el final de 2003 el PIB per cápita será todavía inferior al registrado al cierre de 2000 y el empleo formal se situará cerca del observado en dicho año. Asimismo, los síntomas de pérdida de capacidad de penetración de las exportaciones mexicanas en los Estados Unidos que se presentaron en 2002 y la caída que han exhibido los índices relativos a la competitividad de la economía nacional alertan sobre una posible reducción de su crecimiento potencial. Ante tal escenario, es oportuno enfatizar la importancia de reanudar, cuanto antes, el proceso de modernización de la estructura económica nacional. De ello depende la posibilidad de crear oportunidades de inversión, elevar la productividad de la mano de obra, generar empleos bien remunerados, acelerar el crecimiento de la producción y, por ende, mejorar de forma significativa y duradera el bienestar de la población.

## Apéndice: Pronóstico de la Demanda de Base Monetaria en 2003

Un elemento fundamental del esquema de objetivos de inflación adoptado por el Banco de México es el análisis de un amplio conjunto de indicadores económicos. A este respecto, si bien el crecimiento de la base monetaria no constituye un objetivo de política monetaria del Instituto Central, a fin de proporcionar información que pudiera ser de utilidad para el seguimiento de la política monetaria, en esta sección se presenta la trayectoria mensual del saldo de la base monetaria estimada para 2003<sup>35</sup> (Cuadro 16). El pronóstico es congruente con los siguientes supuestos: un crecimiento del PIB real de 3 por ciento; una inflación anual de 3 por ciento y una remonetización de 7.5 por ciento. Lo anterior da por resultado una previsión para el saldo de la base monetaria al 31 de diciembre del presente año de 300.9 miles de millones de pesos, 14 por ciento superior al observado en igual fecha de 2002. Los límites del intervalo de confianza, tomando una desviación estándar de los residuales del modelo de estimación, corresponden a saldos de 309.9 y 291.9 miles de millones de pesos<sup>36</sup>.

El modelo utilizado para la estimación incluye como variables explicativas de la demanda de base monetaria: la actividad económica, las tasas de interés, los rezagos de la variable dependiente, variables para explicar la remonetización que se ha presentado conforme la inflación ha disminuido y un conjunto de variables binarias que buscan capturar los distintos efectos estacionales. Como se ha señalado en anteriores ocasiones, resulta muy complejo pronosticar la trayectoria de la base monetaria por las siguientes razones: a) los supuestos básicos sobre las variables explicativas utilizadas para realizar el pronóstico de la base monetaria pueden no materializarse; b) la relación entre la demanda de base monetaria y las variables que inciden sobre su evolución también puede modificarse con el tiempo<sup>37</sup>; c) la ocurrencia de eventos extraordinarios puede propiciar una alteración transitoria

<sup>35</sup> Como referencia para los usuarios interesados, en la página de Internet del Banco de México se presenta la trayectoria diaria congruente con este pronóstico mensual (en [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx) consulte el cuadro de "Base Monetaria, Observada y Pronosticada").

<sup>36</sup> Esto corresponde a +/- 3 por ciento del saldo pronosticado para fin de año.

<sup>37</sup> Por ejemplo, innovaciones tecnológicas, cambios en las prácticas de pago o la expansión de la economía informal podrían incidir sobre la demanda de efectivo.

en la demanda de base monetaria<sup>38</sup>; y d) efectos estacionales atípicos.

**Cuadro 16****Pronóstico de la Base Monetaria para 2003**

Saldos a fin del mes en miles de millones de pesos

Enero	246.6
Febrero	240.5
Marzo	239.5
Abril	244.4
Mayo	245.5
Junio	244.7
Julio	247.2
Agosto	246.0
Septiembre	244.1
Octubre	248.7
Noviembre	262.0
Diciembre	300.9

<sup>38</sup> Por ejemplo, la incertidumbre relacionada con los problemas computacionales del año 2000 dio lugar a un incremento temporal de la demanda de billetes y monedas (Programa Monetario 2000, Banco de México).