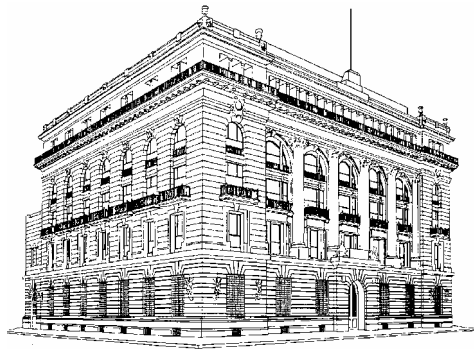


Informe sobre la Inflación

Julio – Septiembre 2003



BANCO DE MEXICO

OCTUBRE 2003

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÚÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB

ADVERTENCIA

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

INDICE

I. Introducción	1
II. Evolución Reciente de la Inflación	5
II.1. Evolución de los Distintos Indicadores de Inflación	6
II.1.1. Inflación Anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente	6
II.1.2. Inflación Mensual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente	9
II.1.3. Índice Nacional de Precios Productor	9
II.1.4. Perspectivas de la Inflación	10
II.2. Principales Determinantes de la Inflación	10
II.2.1. Entorno Externo	10
II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo	20
II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas	25
II.2.4. Balanza de Pagos, Flujos de Capital y Tipo de Cambio	30
II.2.5. Precios Administrados y Concertados	36
II.2.6. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación	37
III. La Política Monetaria Durante el Tercer Trimestre de 2003	39
III.1. Acciones de Política Monetaria	39
III.2. Agregados Monetarios y Crediticios	44
III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales Netos	44
III.2.2. Agregados Monetarios y Financiamiento	45
IV. Perspectivas del Sector Privado para 2003	50
IV.1. Pronóstico sobre la Actividad Económica y sobre Otras Variables que Influyen en la Inflación	50
IV.2. Expectativas sobre la Inflación	52
V. Balance de Riesgos y Conclusiones	53
VI. Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria en 2004	60

I. Introducción

En esta publicación, el Banco de México informa al público sobre la evolución de la inflación y de sus principales determinantes durante el periodo julio-septiembre de 2003. Se reportan además las acciones de política monetaria tomadas en dicho lapso y se analizan las razones que las sustentaron. Por último, se delinea el panorama macroeconómico que se prevé para lo que resta del año y para 2004.

Al cierre del tercer trimestre de 2003, la inflación anual registró un nuevo descenso con respecto a la observada al término del trimestre anterior. De esta manera, su trayectoria fue compatible con el objetivo puntual de inflación de 3 por ciento, considerando un intervalo de variabilidad de más/menos uno por ciento, para el cierre del año y para el largo plazo. Por su parte, las expectativas de inflación general para el cierre del año se redujeron sustancialmente, ubicándose dentro del intervalo referido.

La reducción de la inflación general anual durante el periodo julio-septiembre de 2003 fue resultado de una importante disminución en la variación del componente no subyacente del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). Adicionalmente, la inflación anual subyacente tuvo un descenso marginal. Dentro de dicho índice, la variación anual de los precios de los servicios experimentó una caída, en tanto que la correspondiente a las mercancías registró un ligero aumento.

En el tercer trimestre de 2003, la evolución de la economía mexicana estuvo condicionada por varios elementos. En el ámbito internacional, la economía mexicana enfrentó un entorno moderadamente más propicio. Gracias a condiciones financieras favorables, la actividad económica en las principales economías del mundo, y especialmente en Estados Unidos, presentó mejores resultados. En efecto, tanto la producción como distintos rubros del gasto en ese país parecen estar consolidando su repunte. No obstante, la recuperación en el sector industrial, particularmente en la manufactura, es todavía incipiente, mientras que la generación de empleos es tan modesta que aún no alcanza a compensar la considerable pérdida de plazas de trabajo ocurrida previamente.

En el ámbito interno, la información relevante para el trimestre indica que la actividad económica presentó un crecimiento moderado, con una trayectoria mixta a nivel sectorial. El sector de servicios presentó una evolución positiva, mientras que

los sectores agropecuario e industrial, y particularmente el manufacturero, mostraron debilidad.

En un entorno como el anterior y dada la tendencia gradual de la inflación hacia su meta establecida, el Banco de México mantuvo sin cambios el “corto” durante el trimestre reportado. La conducción de la política monetaria ha permitido que las condiciones monetarias en México reflejen ordenadamente el ambiente de amplia liquidez que prevalece en los mercados globales.

Por su parte, la disciplina que ha caracterizado a las políticas fiscal y monetaria durante los últimos años, aunadas a reformas financieras instrumentadas, han favorecido el desarrollo de los mercados correspondientes en nuestro país. En el lapso de unos cuantos años, los mercados nacionales de capital se han vuelto más profundos y líquidos. Como consecuencia, el volumen de financiamiento interno canalizado por este conducto ha crecido, permitiendo que, por primera vez, se emitan valores por parte del sector privado con horizontes prolongados y en condiciones favorables de tasas de interés.

En este sentido, en un contexto en el que persisten niveles reducidos de tasas de interés y con mercados de capital más robustos, la política monetaria permitió que las condiciones monetarias fueran compatibles con un repunte de la demanda interna en México. De esta manera, se ha propiciado, por una parte, que el consumo privado mantenga su ritmo de expansión, apuntalado por condiciones financieras favorables y por el apoyo de una mayor disponibilidad de crédito; por la otra, que las empresas estén mejorando su posición financiera, lo que aunado a las menores tasas de interés, crea condiciones para que éstas puedan incrementar su inversión. Lo anterior ha sucedido manteniendo siempre una atenta vigilancia sobre la inflación y las expectativas del público al respecto.

Por otro lado, en el informe anterior se mencionó la decisión de la Comisión de Cambios de reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales. En este trimestre, gracias a dicha medida, no fue necesario colocar un importante monto de pasivos de regulación monetaria, aumentando así, en el margen, la disponibilidad de recursos en la economía.

La Junta de Gobierno del Banco de México considera que, en lo que resta de 2003, la inflación anual general convergirá hacia el objetivo puntual de 3 por ciento, considerando un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual. A su vez, la

inflación subyacente permanecerá firmemente dentro del intervalo aludido, lo que apoya la convergencia de la inflación general con su meta. No obstante, el escenario anterior está sujeto a ciertos riesgos:

- (a) La inflación subyacente se ubica en el nivel más bajo desde que se tiene registro de este índice y ha descendido en los últimos cuatro meses. Empero, su caída ha sido muy limitada y, de hecho, ha oscilado en un intervalo entre 3.5 y 3.6 por ciento durante ocho meses consecutivos;
- (b) Por su naturaleza, no se descarta que el índice de precios agropecuarios pudiera registrar un incremento inesperado. Esta eventualidad podría inducir desviaciones de la inflación respecto de la meta para el cierre del año, aunque no para el objetivo en el mediano plazo;
- (c) Los incrementos salariales recientes, si bien han venido disminuyendo ligeramente, no parecen compatibles con las frágiles condiciones del mercado laboral, ni con los incrementos en productividad; y
- (d) A pesar de que hasta la fecha no hay evidencia de que los movimientos del tipo de cambio se hubiesen traspasado a la inflación, no puede descartarse que más adelante se registre algún impacto de la depreciación cambiaria.

En lo que respecta a la actividad económica, se estima que la reactivación en México dependerá en gran medida del vigor con que la economía nacional refleje el repunte en curso en Estados Unidos. En particular, se anticipa que el crecimiento económico para la totalidad del año se ubique alrededor de 1.5 por ciento. Este escenario, y el anticipado para 2004, están sujetos a un considerable grado de incertidumbre.

En este contexto, el riesgo más importante para la evolución de la economía mexicana, en el futuro inmediato y en el mediano plazo, es el impacto de la pérdida de competitividad que se ha venido dando de manera paulatina en los últimos años. El haber postergado las reformas estructurales durante tanto tiempo ha repercutido negativamente sobre la capacidad de la economía mexicana para competir en un mundo globalizado. Lo anterior ha comenzado a ponerse en evidencia con hechos como la pérdida de mercado de las exportaciones mexicanas frente a las chinas en el mercado de Estados Unidos durante este año. De no revertir esta

situación, la economía mexicana difícilmente será capaz de generar los empleos que demanda nuestra sociedad.

Al hacer una retrospectiva más extendida, es importante insertar el actual entorno dentro de dos grandes tendencias que han venido presentándose en la economía mundial en el curso de los últimos años. Por una parte, la actividad económica en Estados Unidos (y en el resto del mundo) se desaceleró notablemente, con una severa caída en la producción y el empleo en el sector manufacturero, con el cual México mantiene una estrecha vinculación. Por la otra, el surgimiento de China como un gran participante en la economía mundial, integrándose con rapidez al comercio internacional y ganando mercados para sus productos. Frente a estos dos eventos, la economía mexicana no ha respondido pronta y ágilmente a fin de minimizar sus impactos. Aunado a lo anterior, debe reconocerse que el impulso al crecimiento que México obtuvo con el Tratado de Libre Comercio de América del Norte durante la segunda mitad de la década de los años noventa, ha venido agotándose con el paso del tiempo. Por ello, como en informes anteriores, el Banco de México reitera la necesidad de instrumentar el cambio estructural que nos brinde la capacidad de adaptación que nuestro país requiere frente a un entorno externo cada vez más competido.

En esta edición del Informe sobre la Inflación, como se anticipó previamente, se dan a conocer las fechas en las cuales se anunciarán las decisiones de política monetaria durante 2004. Como se recordará, este mecanismo de comunicación ha mejorado el flujo de información entre el Banco de México y el público, y enfatiza la perspectiva de mediano plazo en la cual se enmarcan las decisiones de política monetaria, aumentando de esta forma su efectividad.

II. Evolución Reciente de la Inflación

Durante el tercer trimestre de 2003 la inflación anual continuó en una tendencia descendente, compatible con su objetivo puntual de 3 por ciento, con un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual, para el cierre del año y para el largo plazo.

El resultado anterior se obtuvo principalmente por la reducción de la inflación no subyacente. Con relación al comportamiento trimestral de los principales subíndices de precios que integran el INPC, puede destacarse lo siguiente:

- (a) La inflación anual medida por el INPC se redujo 0.23 puntos porcentuales con respecto al cierre del trimestre anterior;
- (b) La inflación anual subyacente disminuyó 0.09 puntos porcentuales con respecto al cierre de junio, debido a la baja que experimentó la subyacente de servicios, la cual más que compensó el ligero repunte que mostró la de las mercancías;
- (c) La variación anual del subíndice subyacente de las mercancías se incrementó por segundo trimestre consecutivo, lo cual se debe en gran parte a los niveles atípicamente bajos que ésta mostró en los periodos comparables de 2002;
- (d) La inflación no subyacente anual continuó en la tendencia descendente seguida desde el primer trimestre del año;
- (e) Dentro del subíndice de la educación, cabe destacar la reducción de la variación anual de las colegiaturas con respecto al cierre del trimestre anterior, aunque el resultado siguió siendo elevado con relación a la inflación general y a la que se espera para el siguiente año;
- (f) La inflación anual de los bienes y servicios con precios administrados y concertados continuó disminuyendo, situándose por segundo trimestre consecutivo por debajo de la inflación general anual; y

- (g) El crecimiento anual del Índice Nacional de Precios Productor (INPP) sin petróleo y sin servicios resultó menor que el del cierre del trimestre anterior.

II.1. Evolución de los Distintos Indicadores de Inflación

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

Al cierre de septiembre de 2003, la inflación anual del INPC resultó de 4.04 por ciento, con una reducción de 0.23 puntos porcentuales con respecto a la cifra correspondiente a junio (Gráfica 1). Dicha tasa es la menor que ha registrado el INPC para un periodo anual desde que se inició su cálculo en enero de 1969.

La reducción de la inflación anual del INPC que se registró en el trimestre analizado es atribuible a dos influencias: en su mayor parte, a la disminución de la inflación no subyacente (0.57 puntos porcentuales) y, en menor medida, a la de la subyacente (0.09 puntos). Cabe señalar que la caída que mostró esta última en el trimestre se explica por el resultado alcanzado por la de los servicios (baja de 0.34 puntos porcentuales). Por lo que toca a la inflación no subyacente, destaca la reducción en la variación anual que mostraron los siguientes subíndices: educación, bienes y servicios con precios administrados y concertados, y productos agropecuarios (Cuadro 1).

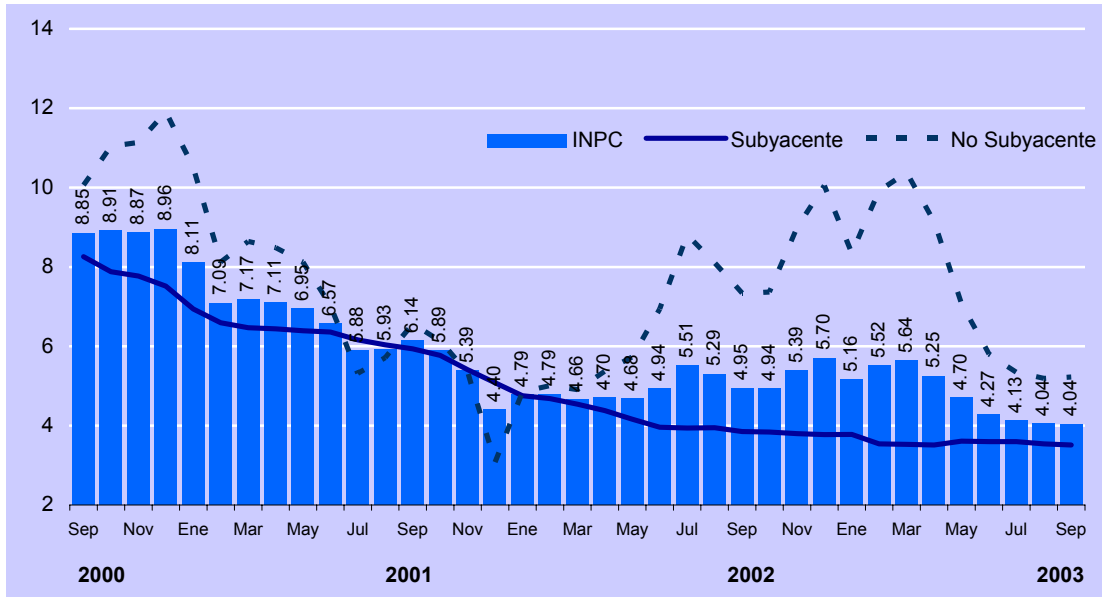
Al analizar la evolución de la inflación, debe ponerse especial atención en la trayectoria de la inflación subyacente, así como en las de sus dos subíndices: primeramente, el de las mercancías, que tiene una participación del 53 por ciento y, segundo, el de los servicios, con el restante 47 por ciento. Los genéricos con mayor participación dentro de las mercancías corresponden al grupo de los alimentos (con la exclusión de los productos agropecuarios),¹ con una participación de 39.7 por ciento. En el caso de los servicios, el subíndice de los genéricos relacionados con la vivienda tiene una ponderación en el total de 54.9 por ciento.²

¹ El subíndice de los productos agropecuarios forma parte del índice no subyacente y tiene una participación de 8.1 por ciento en el INPC.

² Incluye los siguientes rubros: vivienda propia, alquiler de vivienda, servicio doméstico, y servicios y materiales para el mantenimiento de la vivienda.

Gráfica 1

Índice Nacional de Precios al Consumidor, Índices de Precios Subyacente y No Subyacente
Variación anual en por ciento



Cuadro 1

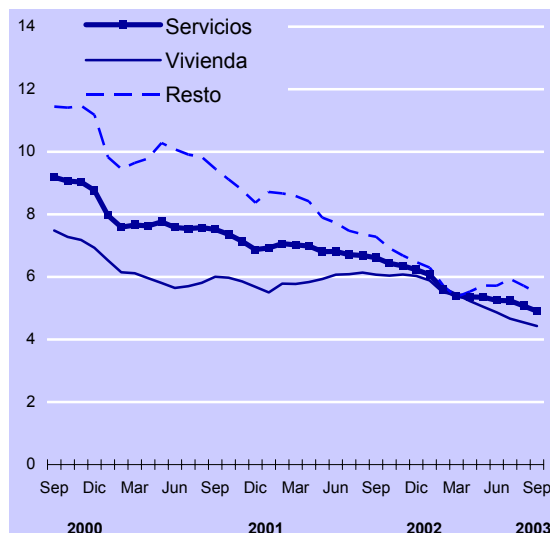
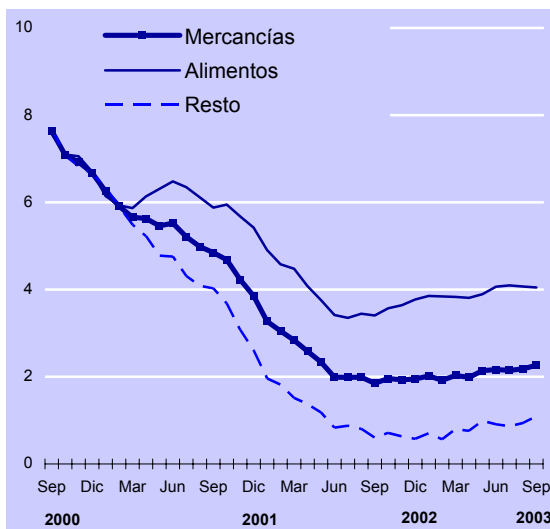
Índices de Precios: INPC, Subyacente y No Subyacente.
Por ciento

	Variaciones Anuales			Variaciones Trimestrales		
	Sep-2003/ Sep-2002	Jun-2003/ Jun-2002	Sep-2002/ Sep-2001	Sep-2003/ Jun-2003	Jun-2003/ Mar-2003	Sep-2002/ Jun-2002
	INPC	4.04	4.27	4.95	1.04	-0.07
Subyacente	3.51	3.60	3.85	0.54	0.78	0.63
Mercancías	2.27	2.16	1.85	0.27	0.34	0.17
Servicios	4.91	5.25	6.61	0.84	1.28	1.17
No Subyacente	5.23	5.80	7.34	2.17	-1.93	2.74
Agropecuarios	5.47	6.09	2.38	1.63	-1.54	2.23
Frutas y Verduras	6.36	6.49	5.90	3.67	-3.88	3.79
Resto de Agropecuarios	4.86	5.81	0.04	0.25	0.11	1.15
Educación	8.57	10.31	10.10	7.03	0.26	8.76
Administrados y Concertados	4.02	4.21	9.23	0.88	-2.80	1.06
Administrados	6.47	6.86	12.93	1.48	-6.16	1.85
Concertados	1.96	2.01	6.41	0.35	0.33	0.41

Por segundo trimestre consecutivo, la inflación anual subyacente de las mercancías se incrementó. Así, de terminar en 2.16 por ciento en el segundo trimestre, pasó a 2.27 por ciento al cierre del tercero. Este repunte se explica, en buena medida, porque durante el segundo y tercer trimestre de 2002 esta inflación registró tasas atípicamente bajas, incluso inferiores a 2 por ciento. A su vez, este hecho obedece, en gran parte, a que durante ese año las tiendas de autoservicio manejaron una política de precios mediante descuentos porcentuales que impactan el INPC (capturados principalmente en el subíndice de alimentos), mientras que en 2003

se dio un cambio en la estrategia de comercialización de esas empresas hacia ofertas condicionadas, cuya repercusión no puede ser captada por el indicador.³ Esta situación se confirma analizando la estructura de la inflación subyacente de las mercancías, en particular por la evolución del subíndice de los alimentos que, al cierre del segundo y tercer trimestres de 2002, alcanzó tasas de inflación anual de alrededor de 3.4 por ciento, mientras que en los periodos comparables de 2003 regresó a niveles ligeramente mayores a 4 por ciento (Gráfica 2a).

Gráfica 2 Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios
a) Subíndice Subyacente de las Mercancías **b) Subíndice Subyacente de los Servicios**
 Variación anual en por ciento Variación anual en por ciento



En lo que se refiere al caso del subíndice subyacente de los servicios, durante el tercer trimestre de 2003 los precios y cotizaciones del subíndice de la vivienda aumentaron 0.85 por ciento, tasa que resultó 0.42 puntos porcentuales menor que la observada en el mismo lapso del año anterior. Así, del segundo al tercer trimestre de 2003, la tasa de crecimiento anual de este concepto se redujo de 4.86 a 4.43 por ciento, coadyuvando con ello a la disminución de la inflación subyacente de los servicios (Gráfica 2b).

³ Las ofertas condicionadas requieren que se compren varios artículos para recibir uno del mismo tipo gratis, o se manejan mediante crédito sin intereses a un plazo determinado. Las reglas de cotización del INPC consideran el precio de un producto específico de manera individual, con los impuestos y descuentos aplicables, así como pago de contado.

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

En el periodo julio-septiembre de 2003, la inflación mensual del INPC mostró niveles menores con respecto al mismo lapso de 2002. Con relación a los niveles pronosticados por los especialistas del sector privado, hubo resultados mixtos, ya que durante julio y agosto la inflación observada resultó menor a las expectativas, mientras que en septiembre resultó mayor (Cuadro 2).

Cuadro 2 Inflación Mensual Observada y Esperada

Por ciento

Mes	2003			2002		
	Observada		Esperada ^{1/}	Observada		Esperada ^{1/}
	Subyacente	INPC	INPC	Subyacente	INPC	INPC
Julio	0.14	0.14	0.27	0.14	0.29	0.22
Agosto	0.23	0.30	0.33	0.28	0.38	0.32
Septiembre	0.17	0.60	0.53	0.20	0.60	0.50

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

Si bien la inflación mensual general durante el trimestre fue en aumento, ello se debió en gran medida a factores estacionales. Por su parte, la variación mensual promedio durante julio-septiembre de 2003 del subíndice de precios subyacentes fue de 0.18 por ciento, comparado con un incremento de 0.21 por ciento en el mismo lapso de 2002. De ahí que pueda inferirse que, eliminando los componentes con elevada volatilidad en sus precios y los efectos estacionales del INPC, la inflación se ha mantenido en una tendencia compatible con el objetivo puntual de 3 por ciento, considerando su intervalo de variabilidad.

II.1.3. Índice Nacional de Precios Productor

En el tercer trimestre del año, por segunda vez consecutiva el INPP registró un descenso en sus variaciones a tasa anual, alcanzado 5.62 por ciento al cierre del lapso que se reporta, comparado con 5.71 por ciento al término de junio. Dicho resultado se explica por un aumento de 5.37 por ciento en los precios de los bienes y servicios destinados a satisfacer la demanda interna y un incremento de 7.91 en los correspondientes a las exportaciones. Estos últimos reaccionan de manera inmediata ante fluctuaciones del tipo de cambio, por lo que reflejan el incremento en la paridad observado en el trimestre.

II.1.4. Perspectivas de la Inflación

Es conveniente destacar que algunos fenómenos de naturaleza coyuntural han favorecido que la inflación converja al objetivo puntual de 3 por ciento, considerando un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual, establecido por el Banco Central. En efecto, la debilidad de la demanda tanto en México como en el resto del mundo, aunada a la ausencia de choques importantes de oferta en fechas recientes, ha coadyuvado a atenuar el crecimiento de los precios.

En cuanto a elementos de naturaleza estructural, éstos deben verse como parte de la transición de la economía mexicana hacia un entorno de baja inflación, con mercados financieros más robustos, mayor remonetización de la economía y menor traspaso inflacionario de los movimientos cambiarios. Muchos de estos fenómenos se derivan del hecho de que las expectativas de inflación para el largo plazo están mejor ancladas que en el pasado. En este sentido, las acciones del Banco de México durante los últimos años han coadyuvado a consolidar el ambiente macroeconómico de baja inflación. Efectivamente, tanto a través de una política monetaria preventiva que enfrenta decididamente las presiones inflacionarias, como de una política de comunicación dirigida a incrementar la transparencia y la rendición de cuentas, el Instituto Central ha fomentado el arraigo de la estabilidad macroeconómica.

En contraste, el comportamiento de los salarios no ha mostrado una trayectoria congruente con la contracción observada en el mercado laboral, lo que ha dificultado que la inflación continúe bajando aún más, particularmente la subyacente de servicios.

II.2. Principales Determinantes de la Inflación

II.2.1. Entorno Externo

Durante los últimos años, incluyendo este tercer trimestre, el escenario económico mundial estuvo delineado en buena medida por una característica común a las tres mayores áreas económicas. Esto es, la instrumentación de un manejo activo de políticas de estímulo a la demanda agregada, si bien con distintos grados de intensidad, en los Estados Unidos, Japón y la zona del euro. En este contexto, diversos factores externos influyeron en el desempeño de la economía mexicana. Por un lado, si bien la recuperación

económica en los Estados Unidos fue vigorosa, la falta de una sólida reactivación de su sector industrial limitó la expansión de las exportaciones manufactureras de nuestro país. En contraparte, el mayor precio de la mezcla mexicana de petróleo y el mejor entorno financiero externo incidieron favorablemente en la economía nacional.

II.2.1.1. Precio del Petróleo

El precio del petróleo, tomando como referencia el crudo *West Texas Intermediate* (WTI), promedió 30.28 dólares por barril en el trimestre julio-septiembre. Ello representó 1.23 dólares más que el promedio registrado en el trimestre anterior, incremento que se explica en gran parte por la caída en los inventarios de crudo a nivel global y por la sorpresiva reducción en las cuotas de producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo a mediados de septiembre.

En el mismo periodo, la mezcla mexicana registró un precio promedio de 24.55 dólares por barril, 2.09 dólares más que el observado en el trimestre anterior. Ello significó 6.2 dólares por encima del precio presupuestado por el Gobierno Federal para el año en su conjunto. Durante el tercer trimestre, el diferencial promedio entre los precios de la mezcla mexicana y los del crudo WTI fue de 5.73 dólares, 85 centavos de dólar menos que el registrado durante el segundo trimestre.

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

En los Estados Unidos, el repunte de la economía observado en el segundo trimestre parece haberse consolidado en el tercero. A ello han contribuido el impulso fiscal, que ha inducido un incremento sustancial en el ingreso disponible, así como la existencia de condiciones financieras favorables. El 25 de junio la Reserva Federal anunció una reducción adicional (de 25 puntos base) en la tasa objetivo de fondos federales, que registró mínimos históricos (1 por ciento). En reuniones posteriores, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) ha señalado que la política monetaria acomodaticia puede ser mantenida durante un periodo considerable. Por su parte, las tasas de interés de largo plazo mostraron volatilidad durante el trimestre. En julio iniciaron un proceso ascendente, revertido temporalmente durante septiembre por la incertidumbre respecto a la fortaleza de la recuperación.⁴ Por su parte, las primas de riesgo

⁴ En octubre, una vez que las expectativas de crecimiento comenzaron a ajustarse al alza, las tasas de largo plazo volvieron a incrementarse, registrando niveles similares a los observados en agosto.

sobre los bonos corporativos registraron sus niveles más bajos desde el inicio de la fase de recuperación del ciclo económico. Asimismo, la depreciación del dólar y el patrón alcista en los mercados accionarios iniciado en marzo han contribuido a crear condiciones financieras propicias para la expansión de la demanda.

Después de un crecimiento modesto durante el periodo enero-marzo, atribuible en cierta medida a la incertidumbre generada por el conflicto bélico en Irak, la economía de los Estados Unidos registró una importante recuperación, mayor que la anticipada, en el segundo trimestre del año (3.3 por ciento, a tasa trimestral anualizada). En dicho trimestre, el gasto de los hogares, impulsado por un mayor endeudamiento, continuó siendo un importante motor de la expansión. Sin embargo, a diferencia de trimestres anteriores, el consumo no fue la única variable que impulsó la recuperación del producto. Por una parte, el gasto del gobierno, en particular aquél orientado a la defensa, contribuyó en alrededor de la mitad del crecimiento del PIB. Por la otra, la inversión fija registró su tasa de expansión más elevada desde comienzos del año 2000 (7.1 por ciento, a tasa trimestral anualizada).

Diversos indicadores sugieren que la recuperación registrada por la economía estadounidense durante el periodo abril-junio cobró mayor vigor en el tercer trimestre:

- (a) La fortaleza del consumo. En efecto, si bien el refinanciamiento hipotecario ha caído sustancialmente, las devoluciones impositivas han incrementado el ingreso personal disponible. Ello, a su vez, ha favorecido a la expansión del consumo, cuyo nivel promedio en julio y agosto superó en 6.1 puntos porcentuales (tasa trimestral anualizada) al registrado en el trimestre previo.
- (b) Los indicadores asociados a la inversión bruta. Los nuevos pedidos de bienes de capital (excluyendo defensa y aviación) se han expandido alrededor de 6.5 por ciento a tasa trimestral anualizada (promedio de julio y agosto), lo cual indicaría la continuación del repunte de la inversión en equipo y software.
- (c) La mejoría registrada en el sector externo en julio y agosto.

En este contexto, los analistas han ajustado en más de un punto porcentual sus estimaciones de crecimiento del PIB para el período julio-septiembre, situándose éstas actualmente en un

intervalo de 5 a 6 por ciento a tasa trimestral anualizada (Cuadro 3).

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

Variación anual en por ciento

	Al Finalizar el Segundo Trimestre				Información más Reciente			
	III-2003 ^{1/}		2003		III-2003 ^{1/}		2003	
	PIB	P. Ind.	PIB	P. Ind.	PIB	P. Ind.	PIB	P. Ind.
Consensus Forecasts ^{2/}	3.6	2.9	2.3	0.6	4.9	3.8	2.7	0.1
Blue Chip Economic Indicators ^{3/}	3.5	3.2	2.4	0.7	4.9	2.9	2.7	0.1
Promedio de Analistas Privados ^{4/}	3.5	n.d.	2.3	n.d.	5.6	n.d.	2.8	n.d.

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

2/ Consensus Forecasts del 9 de junio de 2003, del 8 de septiembre de 2003 y del 13 de octubre de 2003. La variación trimestral anualizada se calcula a partir del pronóstico de variación anual que se reporta en las publicaciones del 9 de junio de 2003 y del 8 de septiembre de 2003.

3/ Blue Chip Economic Indicators del 10 de junio de 2003 y del 10 de octubre de 2003.

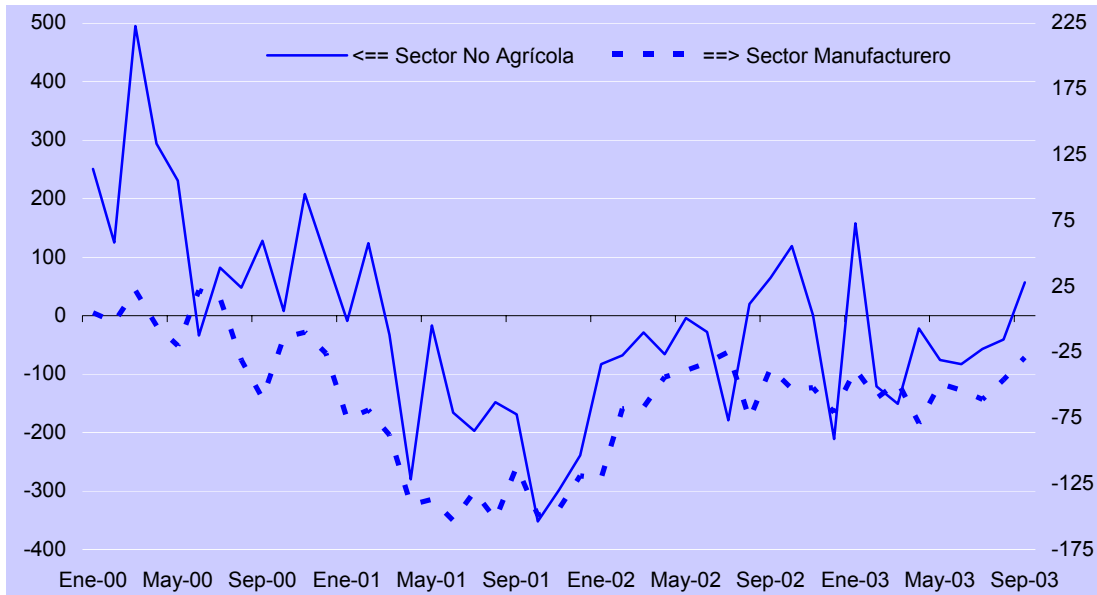
4/ Promedio de 5 corredurías del 27 de junio de 2003 y del 17 de octubre de 2003.
n.d. no disponible.

A pesar de las señales de una expansión sólida de la economía estadounidense, ello aún no se ha reflejado en una disminución significativa de la tasa de desempleo, la cual sobrepasa 6 por ciento. El empleo, medido por el número de personas en nómina, se contrajo durante los primeros nueve meses del año en 336 mil unidades (Gráfica 3). Ello es, en buena medida, reflejo del considerable proceso de reestructuración de las empresas, lo cual también ha repercutido en sustanciales aumentos en la productividad. No obstante, el aumento en la nómina no agrícola registrado en septiembre, el primero en los últimos ocho meses, podría ser un indicador de una incipiente mejoría en el sector laboral y de una recuperación más duradera de la economía.

Gráfica 3

Nómina No Agrícola

Variación mensual en miles de trabajadores



Fuente: U.S. Department of Labor, BLS.

El crecimiento del PIB tampoco ha estado vinculado con una expansión similar en el sector industrial, el cual apenas empezó a mostrar incrementos a tasa mensual hasta julio. Sin embargo, el crecimiento de la producción industrial a tasa anual siguió siendo negativo (-0.6 por ciento en septiembre), y el volumen de producción mostraba, a septiembre, niveles similares a los observados en enero. La producción manufacturera ha registrado un patrón aún menos favorable (Recuadro 1). Durante los dos primeros trimestres del año, ésta se contrajo en 0.9 por ciento y 3.2 por ciento (tasas trimestrales anualizadas), respectivamente. Si bien en el periodo julio-septiembre se observó una expansión de 3.5 por ciento anualizado, el nivel promedio de la producción manufacturera en los primeros 9 meses del año se ubicó 0.7 por ciento por debajo de lo observado en el mismo periodo del año anterior. La situación del sector manufacturero se ha reflejado en una contracción considerable del empleo. En 2003 (a septiembre) se han perdido 464 mil puestos de trabajo y el nivel de empleo en este sector ha descendido de manera consecutiva durante 38 meses. La difícil situación de esta rama en los Estados Unidos ha incidido en el débil desempeño de las exportaciones manufactureras de México hacia ese país.

Recuadro 1

Evolución del Sector Manufacturero en los Estados Unidos

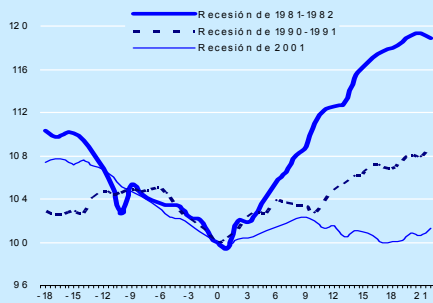
El crecimiento del PIB registrado en la economía estadounidense durante 2003 no ha estado vinculado con una expansión de similar fortaleza en el sector industrial, cuyo pobre desempeño ha sido reflejo del débil comportamiento de la industria manufacturera (que representa 80 por ciento del total).

En comparación con ciclos económicos previos, el crecimiento de la producción manufacturera ha sido considerablemente más lento durante la actual etapa de recuperación. Con cifras a septiembre, el índice de la producción manufacturera sobrepasa en sólo 1.3% al nivel registrado en noviembre de 2001, fecha oficial del fin de la última recesión. Ello contrasta ampliamente con el desempeño registrado en anteriores etapas de recuperación de la economía. Así, por ejemplo, a 22 meses de haber finalizado la recesión de 1981-1982, la producción manufacturera se había expandido en 18.9%. Para un periodo similar tras haber culminado la recesión de 1990-1991, la producción manufacturera se había expandido en 8.8%.

mayor que el del PIB. Así, la lenta recuperación de dicho sector podría representar, en parte, un regreso a su patrón secular.

El desempeño del sector manufacturero se ha reflejado en una contracción considerable del empleo. En julio de 2000 se registró por última vez una expansión en la nómina del sector manufacturero. Desde entonces, se han perdido 2.76 millones de empleos en el sector. Ello contrasta con el patrón observado en los periodos previos de recuperación. Inclusive, en la denominada “recuperación sin empleos” ocurrida al finalizar la recesión de 1990-1991, la contracción de la nómina del sector manufacturero fue considerablemente menor que la observada actualmente. Por su parte, debe destacarse que la conducta relativa entre la producción y el empleo en este sector está detrás del importante aumento en la productividad laboral que se ha registrado en Estados Unidos.

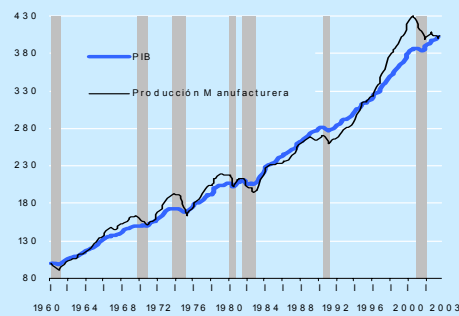
Gráfica 1¹
Producción Manufacturera



Fuente: Federal Reserve Board.

El rezago en la recuperación de las manufacturas comparada con la del PIB, podría responder a la diferencia de los ciclos respectivos. En efecto, el ciclo de la producción manufacturera presenta una mayor amplitud que el del PIB, creciendo más rápidamente en las etapas de recuperación y contrayéndose a tasas más altas durante las recesiones. Destaca, además, el hecho de que en la anterior fase de expansión el crecimiento de la producción manufacturera fue considerablemente

Gráfica 2
PIB y Producción Manufacturera
(Índice 1960=100)



Nota: Las áreas sombreadas representan los periodos recesivos.
Fuente: U.S. Department of Commerce, BEA y Federal Reserve Board.

Por otro lado, la situación descrita también podría estar reflejando cambios estructurales al interior del sector manufacturero. En este sentido, un estudio de la Reserva Federal de Nueva York sobre el posible efecto de un cambio estructural en el comportamiento del empleo. En él se muestra evidencia de cambios en dos características de la composición del empleo durante la reciente recesión, en comparación con episodios anteriores: la predominancia de pérdidas de puestos de trabajo permanentes sobre los despidos de trabajadores temporales, así como modificaciones en los patrones de reubicación sectorial del empleo.² La posible

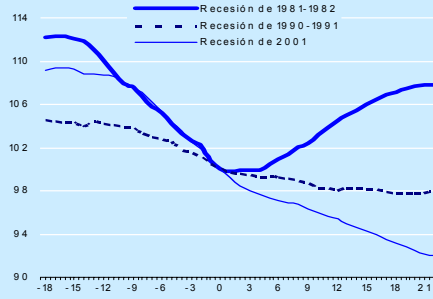
¹ En las gráficas 1 y 3, las variables han sido normalizadas a un valor de 100 para la fecha del valle del ciclo económico respectivo: noviembre de 1982 para la recesión de 1981-1982, marzo de 1991 para la recesión de 1990-1991 y noviembre de 2001 para la recesión de 2001. El eje horizontal representa un periodo de tiempo de 18 meses antes y 22 después de los finales de las recesiones respectivas, las cuales se representan como “0”.

² Groshen, Erica L. y Simon Potter, “Has Structural Change Contributed to a Jobless Recovery?”, *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, agosto de 2003.

presencia de factores de cambio estructural podría estar contribuyendo a retrasar la recuperación cíclica del empleo, ya que la creación de nuevos empleos es un proceso más lento que la reapertura de los puestos de trabajo pre-existentes.

Aunado a estos cambios estructurales, podría estar el hecho de que las empresas aprovechen la fase baja del ciclo económico para la absorción de nuevas tecnologías que han surgido, especialmente en el ámbito informático, lo cual también sería congruente con los incrementos observados en productividad.

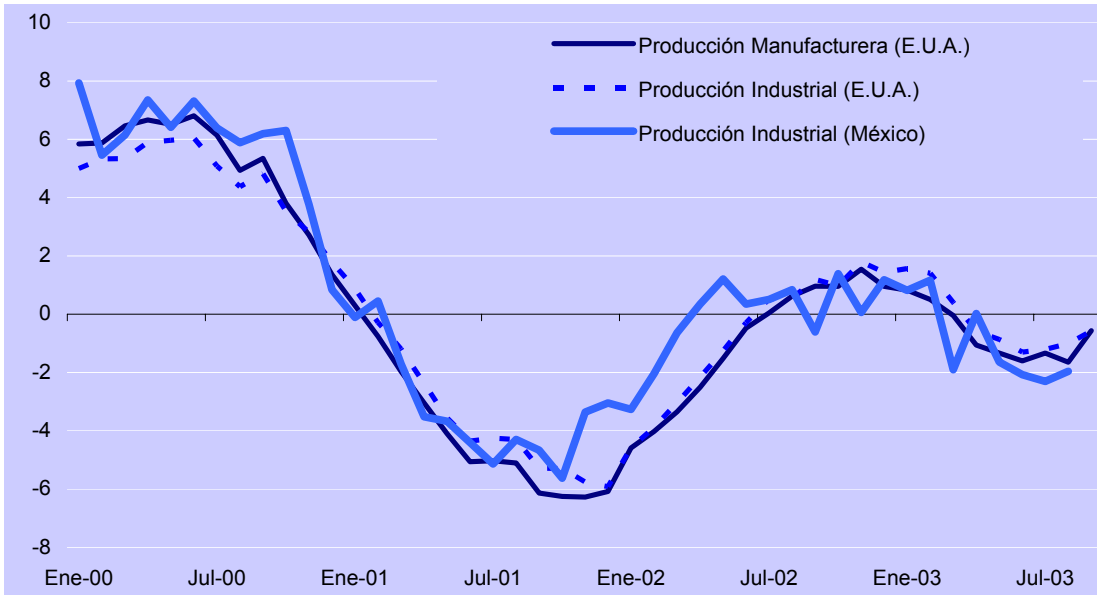
Gráfica 3
Empleo en el Sector Manufacturero



Fuente: U.S. Department of Labor, BLS.

Gráfica 4 **Producción Industrial y Manufacturera en Estados Unidos y Producción Industrial en México**

Variación anual en por ciento (series ajustadas por estacionalidad)



Fuente: Federal Reserve Board y Banco de México.

Aunque la recuperación de la producción manufacturera se ha rezagado frente a la del resto de la economía, varios indicadores sugieren un fortalecimiento reciente de este sector. En el mes de septiembre, la producción manufacturera creció en 0.7 por ciento a tasa mensual (desestacionalizada), lo que representa el mayor incremento desde marzo de 2000. Asimismo, la relación de inventarios a ventas en esta industria se encuentra en niveles históricamente bajos. Por su parte, el componente de nuevos pedidos del índice de gerentes de compras de dicho sector (ISM, por sus siglas en inglés), que registró 60.4 puntos en septiembre y se mantiene por arriba de 50 puntos desde mayo, fortalece la

expectativa de un próximo repunte en la producción manufacturera.⁵

A pesar de que diversos rubros de gasto se están expandiendo de manera considerable, en el transcurso del año se ha observado una disminución significativa en el incremento de los precios. La inflación subyacente de precios al consumidor continúa contrayéndose. En septiembre mostró una tasa anual de 1.2 por ciento, 1.1 puntos porcentuales por debajo del valor registrado en septiembre de 2002. Claramente, la expectativa de bajas tasas inflacionarias en los meses por venir ante un entorno como el descrito es, en buena medida, reflejo de que el PIB estadounidense se ha ubicado durante un periodo prolongado por debajo de su potencial. Al respecto, en los comunicados de agosto y de septiembre, el FOMC ha señalado que la probabilidad de una caída en la inflación a niveles no deseados, si bien pequeña, es más alta que la de un incremento.

Al finalizar el tercer trimestre, el repunte de la economía de los Estados Unidos parece consolidarse. El crecimiento anticipado para el PIB durante el año es ahora de 2.7 por ciento (Cuadro 3). Asimismo, la perspectiva de mediano plazo ha mejorado, tanto por el fortalecimiento de las utilidades corporativas, como por la rápida expansión de la productividad (cuya tasa de crecimiento a partir de 2000 casi duplica al promedio registrado durante la década de los noventa).

Persisten, no obstante, factores que podrían limitar la velocidad de la expansión. Tal es el caso de la asimetría entre la recuperación económica de los principales países, que podría incidir desfavorablemente en el balance externo de la economía estadounidense. A diferencia de lo observado durante la expansión de los noventa, cuando la ampliación del déficit en cuenta corriente respondió en buena medida a un crecimiento de la inversión privada, en el periodo más reciente ésta ha sido resultado del mayor déficit fiscal en los Estados Unidos y del bajo crecimiento en sus principales socios comerciales. Un segundo factor de riesgo lo constituye, precisamente, el significativo deterioro en la posición fiscal estadounidense. Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional, el déficit del gobierno general en ese país alcanzará

⁵ Las encuestas sobre la situación de la producción manufacturera llevadas a cabo por los Bancos de la Reserva Federal de Nueva York y Filadelfia en sus respectivas regiones durante el mes de octubre apoyan la percepción de una mejora en este sector. El índice publicado por el primero de estos Bancos mostró en ese mes su cifra más alta durante la actual recuperación, mientras que el dado a conocer por el segundo alcanzó su mayor nivel desde julio de 1996. En ambos casos, los indicadores adelantados incluidos en los índices sugieren que la recuperación de la industria manufacturera continuará en los próximos meses.

niveles de alrededor de 6 por ciento del PIB en 2003. El deterioro observado en la posición fiscal podría tener implicaciones para las perspectivas de crecimiento económico, ya que el mantenimiento de niveles elevados de déficit público por un periodo prolongado podría eventualmente generar presiones sobre las tasas de interés y frenar la recuperación del gasto en inversión, un factor clave para que la expansión sea duradera. Finalmente, la debilidad del mercado laboral podría mitigar la expansión del gasto de las familias.

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

La economía de la zona del euro, después de la contracción del PIB registrada en el periodo abril-junio (-0.2 por ciento, tasa trimestral anualizada), presentó algunas señales de una modesta mejoría en el tercer trimestre. La Comisión Europea mantiene su estimación de un crecimiento trimestral dentro de un intervalo de 0 a 0.4 por ciento (sin anualizar) en el tercer trimestre de 2003 con respecto al segundo, y de entre 0.2 y 0.6 por ciento en el cuarto. Las señales de recuperación económica en el resto del mundo, el aumento de los índices de confianza (tanto de empresas como de consumidores) y la mejoría en los mercados bursátiles observada desde finales del primer trimestre, podrían fortalecer la actividad económica en la región. Aunado a lo anterior, la política monetaria indujo en junio una disminución de 50 puntos base en las principales tasas de interés de referencia, lo que debería estimular paulatinamente el crédito y, por tanto, el gasto interno. Las tasas de interés de largo plazo observaron una volatilidad similar a las de los Estados Unidos. En general, los analistas consideran que dichos factores de reactivación podrían verse moderados por la apreciación del euro y su efecto sobre las exportaciones y la producción industrial, así como por la persistencia de elevados niveles de desempleo.

En lo que atañe a Japón, datos recientes muestran evidencia de una incipiente recuperación de dicha economía, aunque todavía no son lo suficientemente sólidos para afirmar que se trata de un repunte sostenido. La encuesta empresarial Tankan correspondiente al tercer trimestre sugiere una nueva mejoría en la confianza de las empresas: el índice para empresas manufactureras grandes registró su primera lectura positiva desde el cuarto trimestre de 2000. En contraparte, se ha señalado que la apreciación del yen y el aún elevado nivel de desempleo son factores que podrían influir adversamente en la recuperación de la economía japonesa. Los analistas encuestados por Consensus

Forecasts esperan un crecimiento anual del PIB de 1.6 y 1.4 por ciento, respectivamente, para el tercer y cuarto trimestres del año.

El entorno económico en las naciones avanzadas ha propiciado, en general, condiciones financieras más favorables para los países emergentes. Las bajas tasas de interés en los países industriales, en combinación con un aumento en el apetito de riesgo de los inversionistas, se ha reflejado en menores márgenes sobre la deuda soberana de muchos de estos países. Dichos márgenes continuaron descendiendo durante el tercer trimestre.⁶ Lo anterior, aunado a mejoras en los fundamentos macroeconómicos en algunas de estas economías emergentes, ha contribuido a un aumento en sus entradas netas de capital.⁷ En particular, durante el presente año se ha observado un repunte en las colocaciones de bonos de varios países de América Latina en los mercados internacionales. Entre las colocaciones realizadas cabe destacar, además de las de México, las llevadas a cabo por Brasil, Chile, Colombia y Perú. Se espera que, durante 2003, las menores salidas de capitales por concepto de flujos financieros netos privados compensen la disminución en los flujos de inversión extranjera directa neta a la región (Gráfica 5).

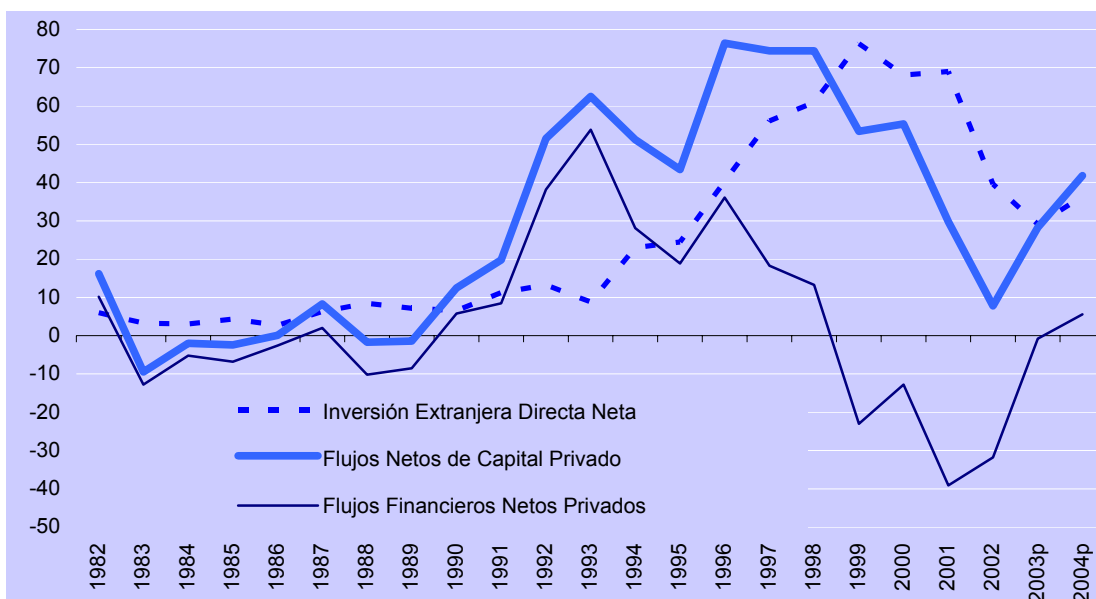
Después del ciclo recesivo en América Latina que se inició en 2001, se vislumbra un punto de inflexión. A ello han contribuido los esfuerzos internos de estabilización y de reforma, así como un entorno externo más favorable. En Brasil, la producción industrial aumentó en julio y en agosto (0.9 y 1.5 por ciento con datos desestacionalizados en relación al mes anterior, respectivamente). Este resultado ha alentado la expectativa de que la actividad económica se recupere durante la segunda mitad del año (en el segundo trimestre, el PIB se contrajo 1.4% a tasa anual). Para 2003, los analistas encuestados por Consensus Forecasts pronostican un crecimiento de 0.7 por ciento. En Argentina, se anticipa que en el segundo trimestre del año la economía haya crecido 6.6 por ciento en relación al mismo periodo del año anterior y los analistas pronostican una expansión de 5.5 por ciento para todo el año. Cabe destacar que las altas tasas de crecimiento para 2003 son producto en buena medida de la recuperación de la

⁶ En el periodo julio-septiembre, los márgenes soberanos de deuda de países emergentes, medidos por el indicador EMBI+, se redujeron 41 puntos base, mientras que los de los países latinoamericanos (EMBI+ Latin) cayeron 56 puntos base. Los márgenes correspondientes a la deuda de empresas estadounidenses de alto rendimiento también han descendido. Al 23 de octubre, los indicadores EMBI+ y EMBI+ Latin habían mostrado un descenso de 72 y 83 puntos base, respectivamente, frente a las cifras observadas al cierre de junio.

⁷ De acuerdo con el FMI, se espera que las entradas netas de capital privado a las economías emergentes sobrepasen los 100 mil millones de dólares en 2003. Para América Latina, se pronostican entradas netas de capitales privados de más de 28 mil millones de dólares.

actividad económica después de la fuerte caída experimentada en 2002. La incertidumbre asociada a la reestructuración de la deuda argentina constituye un factor de riesgo para las perspectivas de su crecimiento.

Gráfica 5 **Flujos Netos de Capital Privado hacia América Latina**
Miles de millones de dólares



p/ Pronóstico.
Fuente: World Economic Outlook, FMI, septiembre 2003.

En general, se anticipa un crecimiento lento de la región latinoamericana en su conjunto para este año y persiste la percepción de que existen riesgos. Así, los analistas encuestados por Consensus Forecasts revisaron a la baja sus pronósticos de crecimiento para 2003, de 1.5 por ciento en junio a 1.2 por ciento en septiembre.

II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo

Pese a que la demanda de trabajo se ha visto afectada negativamente por la debilidad que ha prevalecido en la economía mexicana, en el trimestre analizado los salarios reales continuaron acrecentándose. De esta manera, el incremento al salario nominal contractual promedio ponderado en el trimestre, fue de 4.8 por ciento para la economía en su conjunto y de 5.2 por ciento para el sector privado. En cuanto al empleo, sobresale en el tercer trimestre la persistencia de la debilidad de la demanda de trabajo en el sector formal y un alza en los niveles de los principales indicadores de desempleo respecto al trimestre previo.

II.2.2.1. Remuneraciones

En julio de 2003, el incremento promedio de las remuneraciones medias reales fue positivo tanto en la industria manufacturera (no maquiladora) como en el sector comercio, con variaciones anuales respectivas de 4.2 y 5.8 por ciento. En contraste, en la industria maquiladora de exportación se presentó una reducción de 0.5 por ciento. Estos resultados confirman la tendencia observada en el primer semestre del año para dichas variables.

Cuadro 4 Remuneraciones por Trabajador
Variación anual en por ciento

	Nominal								Real							
	2003							Promedio Ene-Jul	2003							Promedio Ene-Jul
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul		Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	
Industria Manufacturera	6.2	6.2	6.6	5.6	5.2	6.8	8.5	6.5	1.0	0.7	0.9	0.3	0.5	2.4	4.2	1.4
Industria Maquiladora	6.5	5.3	4.2	3.6	2.0	3.1	3.6	4.0	1.3	-0.2	-1.4	-1.5	-2.5	-1.2	-0.5	-0.9
Sector Comercio	12.8	10.1	9.5	7.2	9.3	8.8	10.1	9.7	7.3	4.4	3.6	1.8	4.4	4.3	5.8	4.5

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

La información disponible muestra que en julio la productividad laboral tuvo un incremento en los tres sectores referidos. Al analizar datos promedio para los primeros siete meses del año, las industrias manufacturera, maquiladora y el sector comercio presentaron variaciones positivas de 1.2, 1.0 y 1.5 por ciento respectivamente. Cabe considerar que dichas ganancias en productividad se explican, en lo principal, por ajustes en la planta laboral orientados a la reducción de costos.

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

	Producto por Trabajador								Costos Unitarios de la Mano de Obra							
	2003							Promedio Ene-Jul	2003							Promedio Ene-Jul
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul		Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	
Industria Manufacturera	2.4	3.3	5.5	-4.0	-0.1	0.5	0.5	1.2	-1.4	-2.6	-4.3	4.5	0.6	2.0	3.7	0.4
Industria Maquiladora	1.3	1.1	3.3	0.1	-1.0	0.1	2.1	1.0	0.0	-1.3	-4.5	-1.6	-1.6	-1.2	-2.6	-1.8
Sector Comercio	-0.3	0.1	3.2	-2.0	-0.6	3.8	6.3	1.5	7.5	4.2	0.4	3.9	5.1	0.5	-0.5	3.0

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

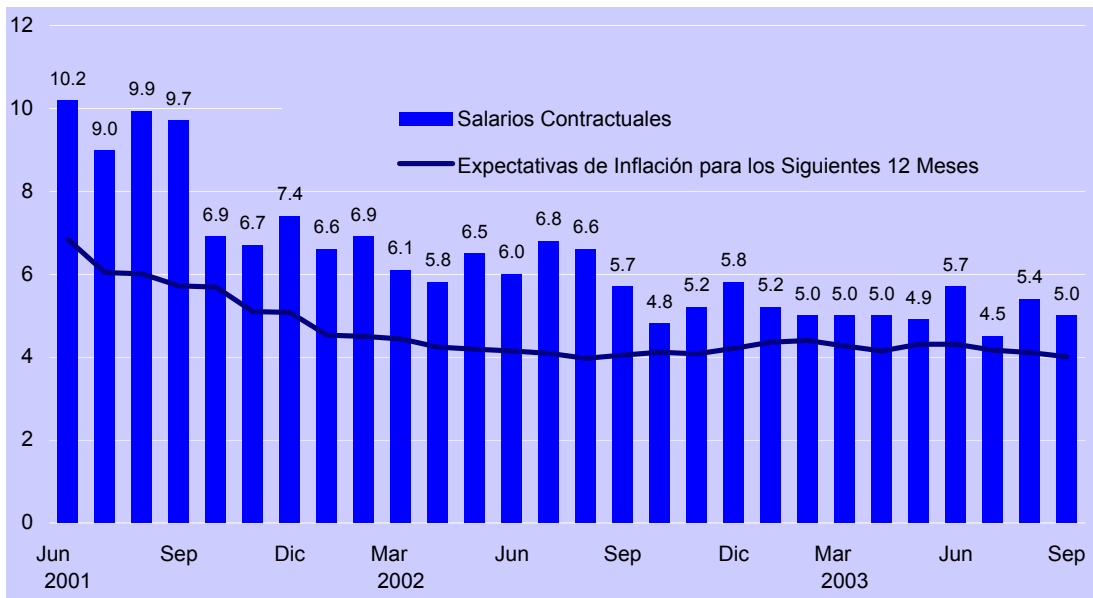
Por su parte, en julio los costos unitarios de la mano de obra registraron una variación anual positiva en la industria manufacturera, mientras que descendieron ligeramente en el comercio y en la industria maquiladora. Para el periodo enero-julio dicha variable observó un incremento promedio de 0.4 y 3.0 por ciento en el sector manufacturero y en el comercio, y una caída de

1.8 por ciento en la maquila. Cabe resaltar que esta evolución de los costos unitarios de la mano de obra es incongruente con la debilidad prevaleciente en el mercado laboral. Asimismo, también podría reflejar el hecho de que una posible falta de competencia en los mercados finales de algunos sectores específicos, no incentiva una contención de costos en dichos sectores.

II.2.2.2. Salarios Contractuales

En el tercer trimestre de 2003, el incremento promedio (ponderado por el número de trabajadores beneficiados) de las revisiones salariales efectuadas en empresas de jurisdicción federal resultó de 4.8 por ciento. Dicho aumento es menor al de 5.1 por ciento registrado tanto en el primero como en el segundo trimestre del año. Sin embargo, el incremento mencionado fue influido fuertemente por la negociación salarial efectuada en julio entre PEMEX y su sindicato. En dicho acuerdo, la revisión significó un aumento directo al salario de 4.3 por ciento para alrededor de 156,000 trabajadores, cifra que representa cerca de la mitad del número de empleados que participaron en una negociación salarial contractual de julio a septiembre. Si se excluye la revisión de PEMEX, el incremento promedio en el trimestre resulta de 5.1 por ciento.

Gráfica 6 Salarios Contractuales e Inflación Esperada para los Sigüientes 12 Meses
Variación anual en por ciento



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

Tanto en agosto como en septiembre los incrementos directos al salario conseguidos por los trabajadores en sus respectivas revisiones contractuales experimentaron un repunte, con aumentos respectivos promedio de 5.4 y 5.0 por ciento.

En el trimestre objeto de este Informe, el incremento promedio obtenido por los trabajadores en las revisiones salariales efectuadas en empresas privadas resultó de 5.2 por ciento, mientras que en las públicas la cifra se ubicó en 4.3 por ciento. En general, a lo largo del presente año los aumentos salariales otorgados por las empresas privadas han resultado mayores que los de las empresas públicas. Por su parte, las revisiones efectuadas en empresas de la industria manufacturera y el resto de los sectores fueron similares (Cuadro 6).

Cuadro 6

Salarios Contractuales por Sectores y por Tipo de Empresa

Variación anual en por ciento ponderada por número de trabajadores

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

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

1/ Promedio ponderado de acuerdo al número de trabajadores beneficiados.

En general, las revisiones de los salarios contractuales han continuado sin reflejar cabalmente las condiciones de lasitudo que prevalecen en los mercados laboral y de bienes. Ello ha dado como resultado una elevación de los costos unitarios reales de producción en diversos sectores lo que, a su vez, se ha constituido en un obstáculo para la recuperación del empleo y la producción.

II.2.2.3. Empleo

Durante el tercer trimestre de 2003 se mantuvo la debilidad de la demanda de trabajo en el mercado formal. Esto fue reflejo del modesto desempeño que mostró la actividad económica y de su composición sectorial. Como se mencionó anteriormente, la evolución del empleo también ha estado influida por el comportamiento de los incrementos salariales en las negociaciones contractuales. En el tercer trimestre, los principales aspectos que caracterizaron a la evolución del empleo fueron los siguientes:

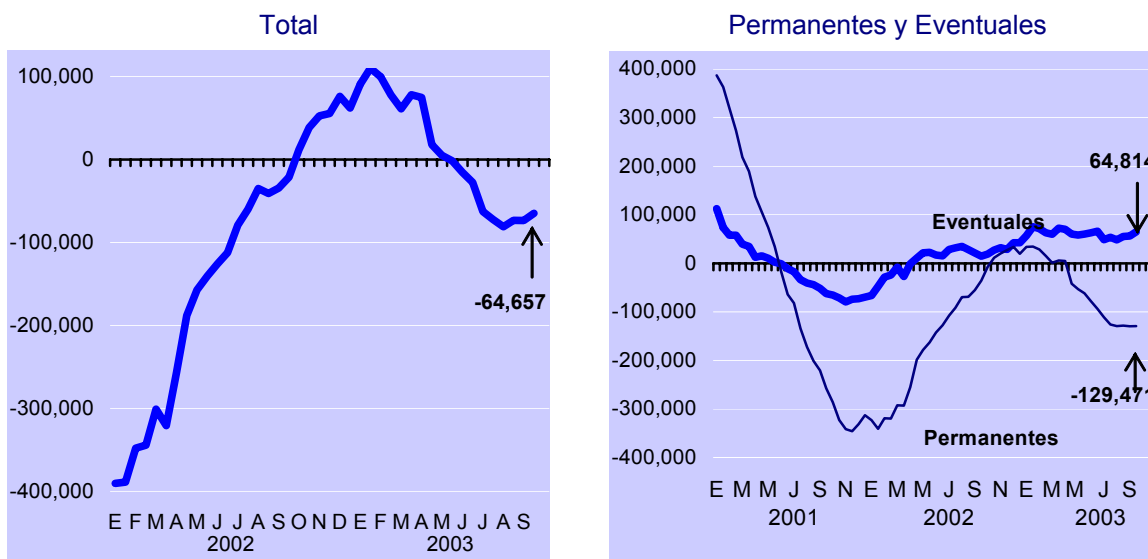
- (a) Incremento moderado del número de trabajadores asegurados en el IMSS con relación a diciembre del año

pasado. No obstante, con cifras desestacionalizadas ese número registró una variación negativa;

- (b) Debilidad de otros indicadores de empleo, tales como los correspondientes al sector comercio al menudeo y a la industria manufacturera, tanto no maquiladora como maquiladora;
- (c) Incremento importante de la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas; y
- (d) Una mayor participación en el empleo de las ocupaciones en trabajos informales.

Al cierre de septiembre de 2003 el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se ubicó en 12,239,929 personas, cifra superior en 34,689 trabajadores a la de junio del presente año. No obstante, ese incremento fue principalmente estacional, toda vez que con datos desestacionalizados el referido número de trabajadores mostró un decremento de más de 48 mil empleos en ese lapso. En este contexto, al comparar el número de trabajadores en el IMSS en septiembre con su nivel en ese mismo mes de 2002, resulta un descenso anual de 64,657 personas. En ese periodo de doce meses, la composición del empleo formal continuó modificándose, al acrecentarse el trabajo eventual a costa del permanente (Gráfica 7).

Gráfica 7 **Trabajadores Asegurados: Permanentes y Eventuales Urbanos**
Variación anual en número de trabajadores



Fuente: IMSS.

Asimismo, en el trimestre que cubre este Informe, aumentó la participación en el empleo formal del sector servicios, descendiendo la del industrial. Este fenómeno ha sido más generalizado, ya que también ha comprendido una migración de empleo en actividades formales hacia la informalidad, lo cual ha tenido implicaciones adversas para la productividad media de la economía. Estos cambios en la composición de la demanda de trabajo responden, en parte, a las rigideces que prevalecen en el mercado laboral. Un aspecto de lo anterior es que, en el margen, una buena parte de la generación de empleos se está concentrando en ocupaciones sin prestaciones y en micronegocios sin un local establecido.⁸

Durante el tercer trimestre de 2003 los principales indicadores de desempleo mostraron incrementos. En ese lapso, la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas se ubicó, en promedio, en 3.78 por ciento, mientras que en el trimestre previo había resultado de 2.99 por ciento. De hecho, en el bimestre agosto-septiembre del presente año la tasa de desempleo alcanzó en promedio su nivel más alto desde agosto de 1997. Este aumento de la tasa de desempleo adquiere especial relevancia, toda vez que la medición de los niveles de empleo incluye al de carácter informal.

II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

El análisis de la evolución de la oferta y demanda agregadas en el periodo objeto de este Informe, permite identificar la ausencia de presiones inflacionarias. Ello también se manifiesta en los resultados de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En la información sobre la evolución de la actividad económica durante el tercer trimestre de 2003, disponible a la fecha de publicación de este informe, destacan los siguientes resultados:

- (a) Una expansión del gasto de consumo que se percibió en las ventas del comercio al menudeo. Dichas ventas aumentaron en el bimestre julio-agosto 3.5 por ciento a tasa anual, acumulando un crecimiento anual de 2.7 por ciento en los primeros ocho meses del año (Gráfica 8). Esta tasa se compara con un crecimiento nulo en todo 2002. Por su parte, en el tercer trimestre las ventas totales de las empresas de la ANTAD mostraron un incremento anual de 6.9 por ciento;

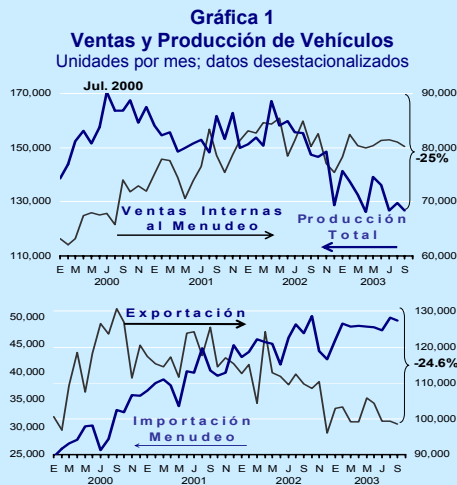
⁸ Véanse los resultados trimestrales de la Encuesta Nacional de Empleo, que es elaborada conjuntamente por el INEGI y la Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

- (b) Un reducido aumento anual de las ventas de vehículos de 0.6 por ciento en el tercer trimestre. Ello se derivó de un incremento de las ventas de unidades importadas, toda vez que las de origen nacional cayeron (Recuadro 2);
- (c) Debilidad del gasto de inversión, considerando que, en julio, dicho renglón de la demanda interna registró una disminución anual de 0.6 por ciento. Esta se originó por una caída del rubro de maquinaria y equipo de 3.9 por ciento, ya que el de inversión en construcción creció 3 por ciento a tasa anual. Ahora bien, en el tercer trimestre las importaciones de bienes de capital mostraron un ligero crecimiento de 1.3 por ciento a tasa anual;
- (d) Por el lado de la producción, el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) mostró en el bimestre julio-agosto una variación anual de 0.1 por ciento, originada por un incremento del sector servicios, mientras que el industrial y el agropecuario se contrajeron. En el tercer trimestre la producción agropecuaria fue afectada adversamente por condiciones climatológicas, luego de que en el segundo, y aún en julio, había registrado una expansión a tasa anual;
- (e) La disminución de la producción industrial en el bimestre julio-agosto resultó de 2.5 por ciento a tasa anual. Ello como resultado de una caída anual en la actividad manufacturera, mientras que la construcción, la minería y la energía eléctrica presentaron variaciones anuales positivas. La debilidad de la producción manufacturera se ha originado en mayor medida por la falta de fortaleza de la demanda externa. No obstante, cabe señalar que en agosto dicha producción registró una tasa mensual positiva con datos desestacionalizados y se estima que haya crecido nuevamente en septiembre;
- (f) Los diversos indicadores sobre la confianza y el clima de los negocios perdieron fuerza en el tercer trimestre. Así, los respectivos Índices de Confianza del Consumidor, de los Analistas del Sector Privado y de las Empresas Manufactureras, registraron en septiembre reducciones respectivas de 3.1, 2.2 y 0.2 por ciento con respecto a sus niveles de junio de 2003; y

Recuadro 2
Evolución Reciente de la Industria Automotriz en México

Durante 2003, el desempeño de la industria automotriz mexicana ha sido desfavorable y, de hecho, algunos de los renglones de esta actividad comenzaron a mostrar signos de debilidad desde la segunda mitad de 2000. La evolución reciente de esta industria se ha caracterizado por los siguientes aspectos:

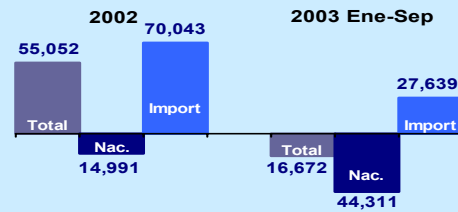
i) Debilidad de las ventas internas. Durante los primeros nueve meses de 2003, las ventas internas al menudeo de vehículos mostraron un descenso anual de 2.4%, luego de que en 2001 y 2002 se habían incrementado en 12.8 y 6%, respectivamente (Gráfica 1). Dicha disminución en 2003 reflejó una importante caída de (13.7%) de las ventas de unidades producidas en el país, mientras que se acrecentaron las de vehículos importados (en 7.2%). De hecho, las ventas al menudeo de unidades nacionales han registrado decrementos anuales de 1998 a la fecha;



ii) Creciente participación de las unidades importadas en las Ventas Internas. No obstante la debilidad que en 2003 han mostrado las ventas internas, de nuevo, el número de unidades importadas se ha acrecentado. Ello ha implicado el referido descenso de las unidades nacionales en las ventas internas. Así, en los primeros nueve meses del presente año las ventas internas se redujeron en 16,672 unidades con relación al mismo período del año pasado. Esta cifra reflejó una disminución de 44,311 unidades de origen nacional y un incremento de 27,639 de

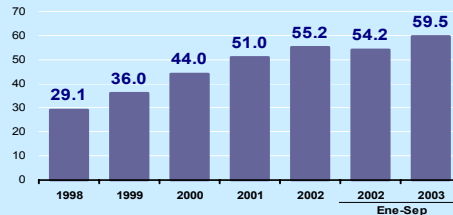
las importadas (Gráfica 2). La participación de las unidades importadas en las ventas internas al menudeo se ha elevado en los últimos años, al pasar de 29.1% en 1998 a 44% en 2000 y a 59.5% en los primeros nueve meses de 2003 (Gráfica 3);

Gráfica 2
Variación Anual de las Ventas Internas al Menudeo
Número de unidades en 2002 y el período enero-septiembre de 2003



iii) La producción interna de vehículos ha registrado una severa contracción. La Gráfica 1 muestra con cifras desestacionalizadas que la producción nacional de vehículos (autos y camiones) ha caído 25% de manera acumulada entre julio de 2000 y septiembre de 2003. Tal disminución se ha originado por fuertes descensos de la producción, tanto para el mercado interno (25.9%), como para la exportación (24.6%);

Gráfica 3
Participación de las Unidades Importadas en las Ventas Internas al Menudeo
Por ciento



iv) La participación de la producción para exportación en la producción total de vehículos sigue siendo muy elevada, a pesar de la debilidad de los mercados externos. En los primeros nueve meses de 2003, la correspondiente participación resultó de 75.3%, cifra muy similar a la registrada en promedio en el período 2000-2002; y

Cuadro 1
Producción Manufacturera y Automotriz
Datos desestacionalizados; julio 2000 = 100

	Manufact	Manufac. Sin Automotriz	Ramas*		
			Automotriz	Vehículos**	Autopartes***
Jul. 2000	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Dic. 2001	92.2	92.8	88.0	87.4	88.8
Dic. 2002	92.8	94.9	78.2	76.5	80.3
Jul. 2003	90.2	90.8	85.4	85.4	85.3

* Las ponderaciones de las ramas 56 y 57 son respectivamente 5.56% y 5.38% de la producción manufacturera total. ** Rama 56; *** Rama 57.

- v) **La contracción del número de vehículos producidos en el país ha superado a la caída registrada por el Índice de Producción del Sector Automotriz.** El Cuadro 1 muestra con datos desestacionalizados que la disminución del Índice de Producción de la Industria Automotriz (integrado por las ramas 56 y 57 de la actividad manufacturera) cayó 14.6% de julio de 2000 a julio de 2003, mientras que en ese período el número de unidades producidas se redujo 25%. Ello indica que la mezcla de vehículos fabricados en el país ha cambiado en el margen hacia unidades con mayor valor de producción;

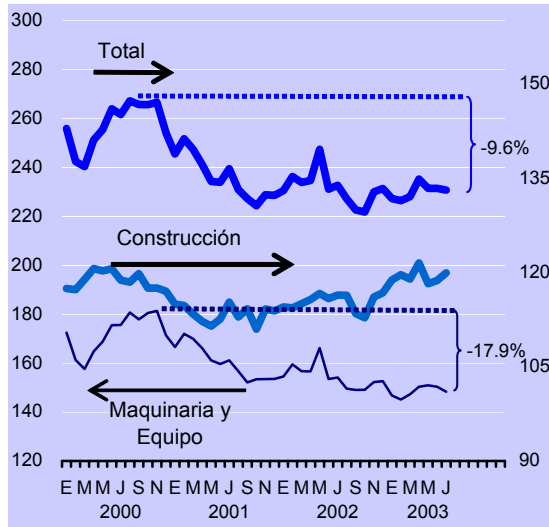
En suma, el desempeño desfavorable de la producción del sector automotriz en México ha respondido a varios factores, destacando los siguientes: a) la debilidad de la demanda externa de vehículos; b) la especialización de la producción nacional en un número reducido de modelos, cuyo desempeño reciente en los mercados externo e interno no ha sido positivo; c) una mayor preferencia en el margen de los demandantes de vehículos en nuestro principal mercado de exportación –los Estados Unidos– por marcas provenientes de países no integrantes del TLCAN; d) una creciente participación de las unidades importadas en las ventas internas, aún en la situación prevaleciente de debilidad de dichas ventas; y e) una posible pérdida de competitividad de la producción nacional de vehículos ante la falta de avances en el país en la instrumentación de las medidas pendientes de cambio estructural, mismas que sí se han estado efectuando en diversos países competidores.

- (g) Un aspecto positivo en la información del tercer trimestre es que los indicadores cíclicos adelantados registraron una mejoría. Así, se acrecentaron los niveles de los indicadores adelantados elaborados por el Banco de México y por The Conference Board. Estos indicadores sugieren que la actividad económica mostrará una mejoría a tasa anual durante el cuarto trimestre del año.

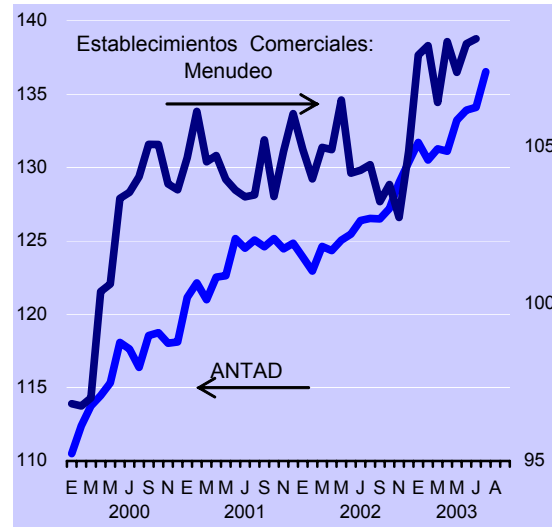
La evolución descrita de los diversos indicadores sobre la actividad económica permite prever que en el tercer trimestre el producto y la demanda agregada hayan presentado crecimientos anuales moderados. Al interior de la demanda interna, el gasto de consumo privado mantuvo una expansión a tasa anual. Dicho gasto se vio favorecido por incrementos anuales de las remuneraciones reales en diversos sectores, por menores tasas de interés y por una mayor disponibilidad de crédito, por parte tanto de la banca comercial, como de las cadenas comerciales. Cabe señalar que en los años recientes las familias en su conjunto han mantenido una importante posición acreedora neta frente al sistema financiero interno, lo que sugiere que el financiamiento al gasto de consumo podría continuar mostrando resultados positivos, ya sea tanto por un apoyo en el crédito, como por una desacumulación de sus propios activos.

Gráfica 8 Indicadores de Inversión y de Gasto de Consumo

Inversión Fija Bruta
1993=100; Datos desestacionalizados



Ventas en Establecimientos Comerciales
1994=100; Datos desestacionalizados



Fuente: INEGI Y ANTAD.

En el tercer trimestre el gasto de inversión representó el renglón menos vigoroso en el gasto interno, lo que reflejó la debilidad de la inversión privada. Dicho gasto ha sido desalentado por la poca fortaleza de la demanda externa y de las ventas internas en diversos sectores, así como por la falta de avances en la instrumentación de medidas de cambio estructural (Cuadro 7). Por otra parte, como se menciona más adelante, el sector privado ha modificado gradualmente la composición de sus pasivos, por un lado, sustituyendo los externos por valores internos denominados en moneda nacional; por el otro, prolongando el horizonte de sus obligaciones. Esta mejoría en la posición financiera del sector privado fortalece su capacidad de invertir cuando se recupere la demanda por sus bienes y servicios.

Se estima que durante el tercer trimestre del año las exportaciones de bienes y servicios prácticamente no hayan presentado una recuperación a tasa anual. Ello respondió, por un lado, a la referida debilidad de la demanda externa que, a su vez, reflejó la posición cíclica que ha atravesado la economía del resto del mundo y, en particular, la de los Estados Unidos. Por otro lado, la falta de dinamismo de las exportaciones también se debe parcialmente a una pérdida de competitividad de la economía mexicana (como lo muestran los mayores costos unitarios de producción en diversos sectores), ante la falta de avances en la adopción de medidas de cambio estructural.

Con base en las consideraciones anteriores, se estima que en el tercer trimestre del presente año el crecimiento anual del PIB haya sido menor a uno por ciento.

La mencionada evolución del producto y de la demanda agregada implicó que durante el tercer trimestre del año, su interacción no haya representado una presión inflacionaria. Asimismo, tampoco generó presiones en las cuentas externas, particularmente, en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Cuadro 7

Oferta y Demanda Agregadas

Variación anual en por ciento

	2002	2003				
	Anual	I sem	I	II	I*	II*
Oferta Agregada	1.1	0.2	1.9	-1.3	0.5	-0.1
PIB	0.9	1.2	2.3	0.2	1.0	1.4
Importaciones	1.6	-2.4	0.8	-5.2	-1.2	-4.1
Demanda Agregada	1.1	0.2	1.9	-1.3	0.5	-0.1
Consumo Total	0.9	2.2	3.3	1.1	2.2	2.0
Privado	1.2	2.2	3.6	0.9	2.4	2.0
Público	-1.3	2.0	1.1	2.8	0.5	1.8
Inversión Total	-1.3	-1.6	0.6	-3.6	-1.8	0.1
Privada	-2.8	-4.6	-1.6	-7.4	-4.8	-4.4
Pública	7.3	19.5	16.7	22.1	14.6	23.5
Exportaciones	1.4	0.0	3.9	-3.5	3.0	-1.2
Gasto Interno**.	0.5	1.4	2.8	0.2	1.4	1.6

* Variación anual en por ciento de la serie desestacionalizada.

** Excluye a la variación de existencias.

Por otra parte, la última información disponible sobre la oferta y la demanda agregadas se refiere al segundo trimestre del presente año. En tal periodo sobresalieron los decrementos anuales que observaron tanto la inversión como las exportaciones de bienes y servicios, mientras que el consumo total aumentó. La caída de la formación bruta de capital se derivó de la combinación de un aumento de la efectuada por el sector público, que fue contrarrestado por el descenso de la inversión privada. Esta última presentó una caída de 14.4 por ciento del cuarto trimestre de 2000 al segundo de 2003, con datos desestacionalizados.

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

La evolución del sector externo de la economía mexicana durante el tercer trimestre de 2003 fue muy similar a la de la primera mitad del año. En general, el comportamiento del comercio exterior y de la cuenta corriente, respondió tanto a la debilidad que mostró la demanda externa, como al poco vigor de la interna. La primera impactó adversamente a las exportaciones no petroleras y

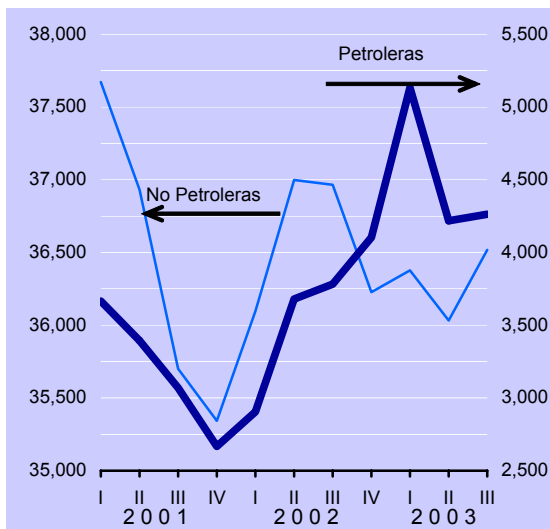
la segunda desalentó la demanda de importaciones. Lo anterior explica el que la balanza comercial haya arrojado en ese periodo un saldo deficitario moderado y, consecuentemente, que lo mismo ocurriera con la cuenta corriente de la balanza de pagos. Así, dichos saldos han reflejado un ajuste natural y ordenado de la economía mexicana ante la desaceleración de la economía mundial, y no han implicado presiones cambiarias provenientes de las cuentas externas.

El comportamiento del sector externo en el trimestre de referencia se caracterizó por los siguientes aspectos:

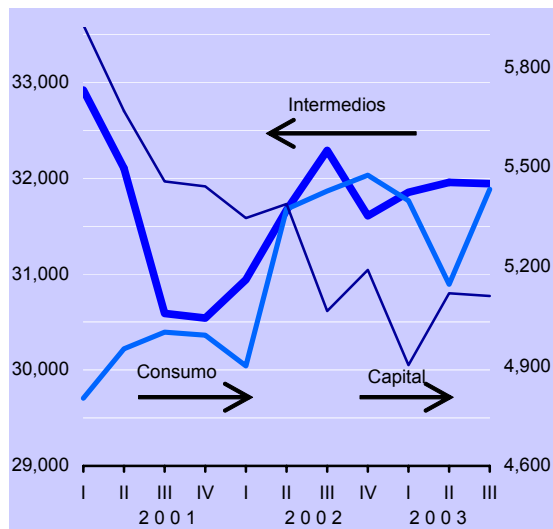
- (a) Ligeros incrementos a tasa anual de las exportaciones e importaciones de mercancías. El aumento de las primeras se originó por un significativo incremento de las de productos petroleros, a la luz de la evolución favorable que registraron los precios internacionales del crudo. En contraste, las exportaciones no petroleras disminuyeron en el periodo de referencia. Ahora bien, en septiembre todos los rubros en que se clasifican las exportaciones e importaciones de mercancías observaron tasas anuales positivas, con excepción de las importaciones de bienes intermedios del sector no maquilador;
- (b) Un decremento de la participación de los productos mexicanos en las importaciones de los Estados Unidos, que en parte refleja una pérdida de competitividad de la economía mexicana debido a la falta de avances en la instrumentación del cambio estructural. Lo anterior propició que México pasara del segundo al tercer puesto como proveedor de mercancías a ese país;
- (c) Una importante entrada de recursos al país por concepto de remesas familiares;
- (d) Déficit reducidos tanto de la balanza comercial como de la cuenta corriente;
- (e) Un pequeño superávit de la cuenta de capital y una moderada desacumulación de reservas internacionales.

Gráfica 9 Exportaciones e Importaciones: Series Desestacionalizadas

Millones de dólares, por trimestre



Millones de dólares, por trimestre



Durante el tercer trimestre, el valor de las exportaciones de mercancías registró un ligero incremento de 0.3 por ciento con respecto al mismo lapso de 2002. Tal resultado se originó de la combinación de un aumento de las exportaciones petroleras de 12.7 por ciento y una contracción de las no petroleras de 1.1 por ciento. Esta última reflejó la debilidad de la demanda externa por productos manufacturados. En cuanto a las importaciones, éstas presentaron un aumento de sólo 0.1 por ciento a tasa anual en el trimestre. Por tipo de bien, las de bienes intermedios se redujeron 0.3 por ciento, en tanto que las de bienes de consumo y de capital observaron pequeños incrementos anuales de 1.7 y 1.3 por ciento, respectivamente.

Los datos desestacionalizados de comercio exterior muestran que, en el tercer trimestre de 2003, las exportaciones no petroleras presentaron altibajos, si bien su nivel promedio en ese periodo superó al del trimestre precedente. En cuanto a las importaciones, las de bienes intermedios y las de capital no mostraron tendencia al alza, mientras que las de bienes de consumo registraron una recuperación.

Durante el bimestre julio-agosto de 2003 el desempeño exportador de México en el mercado de los Estados Unidos continuó siendo desfavorable. A pesar de que en ese periodo las importaciones estadounidenses observaron un incremento anual, las adquisiciones de productos mexicanos se contrajeron. Así, en su conjunto, otros socios comerciales de los Estados Unidos lograron una mejor colocación de sus exportaciones. Consecuentemente, la

participación de los productos mexicanos en las importaciones totales estadounidenses se redujo. Ahora bien, las cifras de comercio exterior de México de septiembre indican que en ese mes las importaciones no petroleras estadounidenses de productos mexicanos mostraron una tasa anual positiva. Este resultado no se había observado desde abril del presente año.

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

Provenientes de:	Variaciones Anuales				Participación en las Importaciones			
	2002	2003			2002	2003		
		I	II	Jul-Ago		I	II	Jul-Ago
Total	1.78	14.32	6.59	3.63	100.00	100.00	100.00	100.00
Total sin México	1.69	15.18	7.72	4.43	88.41	88.72	89.01	89.27
1. Canadá	-3.32	11.34	3.42	3.13	18.00	18.73	18.15	16.62
2. China	22.40	31.41	19.74	13.69	10.78	10.48	11.46	12.92
3. México	2.50	8.00	-1.83	-2.59	11.59	11.28	10.99	10.73
4. Japón	-3.99	1.22	-2.32	-4.98	10.46	9.73	9.44	9.19
5. Alemania	5.80	13.21	18.80	-0.01	5.38	5.36	5.63	5.19
6. Reino Unido	-1.51	11.05	-0.65	-3.37	3.51	3.42	3.40	3.28
7. Corea	1.11	2.06	0.49	3.59	3.06	2.83	2.87	2.87
8. Taiwan	-3.67	2.21	-5.78	-6.08	2.77	2.49	2.51	2.58
9. Francia	-7.13	-0.17	2.33	-3.54	2.43	2.33	2.29	2.24
10. Malasia	7.47	-0.04	3.01	1.49	2.07	1.84	2.00	2.17
Suma de 10 países	1.93	10.37	4.41	1.59	70.05	68.49	68.73	67.79

Fuente: Census Bureau.

El déficit de la balanza comercial del país durante el tercer trimestre de 2003 sumó 1,424 millones de dólares, monto 4.5 por ciento inferior al observado en el mismo periodo de 2002. En cuanto al déficit comercial acumulado en los primeros nueve meses del año, éste resultó de 3,011 millones de dólares, cifra menor en 33.7 por ciento al registrado en el mismo lapso de 2002. En esta evolución, destaca el déficit comercial registrado con China (Recuadro 3).

Los ingresos por remesas familiares han tenido una evolución favorable en 2003. Cifras preliminares indican que en el tercer trimestre, los recursos enviados a México por residentes en el exterior sumaron 3,738 millones de dólares. Con ello, en los primeros nueve meses del año los ingresos por remesas ascendieron a 9,937 millones, cifra que representó un incremento de 36 por ciento con relación al periodo comparable de 2002. El referido flujo de recursos se derivó de 31 millones de transacciones de remesas con un monto promedio de 321 dólares. Cabe señalar que el fuerte incremento que registran las remesas familiares refleja en gran parte una mejoría en la cobertura de esa información que recaba el Banco de México.

Recuadro 3

El Intercambio Comercial de México con China¹

En los años recientes, el intercambio comercial entre México y China ha registrado un fuerte dinamismo y la gama de bienes que comercializan los dos países ha cambiado de manera significativa. En general, dicho intercambio comercial se ha caracterizado por los siguientes aspectos:

i) Un rápido crecimiento de las exportaciones de México dirigidas a ese país, si bien éstas han partido de una base pequeña. En la Gráfica 1 se aprecia que las exportaciones de México a China se multiplicaron 10 veces en el periodo de 5 años comprendido entre 1997 y 2002, pero el nivel de tales exportaciones es reducido. En los primeros nueve meses de 2003 las correspondientes exportaciones representaron sólo el 0.29% de la exportación total efectuada por México y 0.33% de la no petrolera. Los productos exportados son principalmente manufacturas, especialmente de la rama de **Productos Metálicos, Maquinaria y Equipo**. Cabe señalar que en los primeros nueve meses de 2003, las exportaciones mexicanas a China registraron un incremento anual de 18.6%;

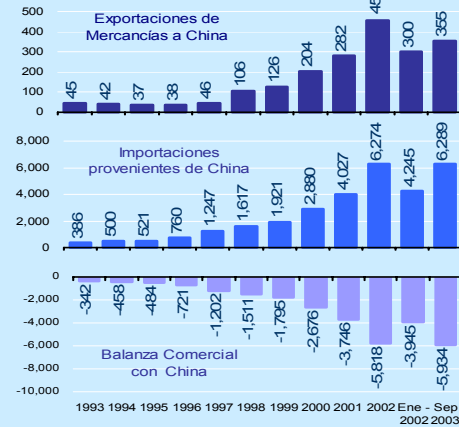
ii) Las importaciones de México de productos chinos han registrado una fuerte expansión. Lo anterior es notorio también en la Gráfica 1. Tan sólo de 1997 a 2002 estas adquisiciones se multiplicaron por cinco y alcanzaron 6,274 millones de dólares en 2002 y 6,289 millones en los primeros nueve meses de 2003;

iii) Durante 2003 la demanda de México por importaciones de mercancías mostró debilidad, pero la correspondiente a productos provenientes de China presentó un fuerte dinamismo. En efecto, en los primeros nueve meses de 2003 las importaciones de México se incrementaron sólo ligeramente en 0.4%, pero las de productos de China se acrecentaron 48.2% a tasa anual;

iv) La gama de productos que actualmente México importa de China es muy variada, comprendiendo principalmente bienes de capital e intermedios. En el Cuadro 1 se aprecia que el principal renglón de importación es el de **Equipos y Aparatos Eléctricos y Electrónicos**, seguido por el de

Maquinaria y Equipos Especiales para Industrias Diversas;

**Gráfica 1
Comercio Exterior de México con China
Millones de dólares**



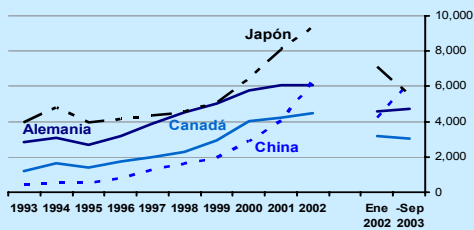
v) China ha mejorado rápidamente su posición como proveedor de México de mercancías. En 1993 China representó al onceavo proveedor de mercancías de México, pero pasó a ocupar la sexta posición en 2000, la tercera en 2002 (luego de Estados Unidos y Japón) y probablemente en 2003 ocupe la segunda, desplazando a Japón (Gráfica 2). Cabe destacar que en las estadísticas de comercio exterior se ha identificado que algunas empresas con inversión extranjera directa que actualmente importan productos provenientes de China, principalmente insumos, anteriormente los adquirían en otros países de Asia;

**Cuadro 1
Principales Productos Importados de China
(Millones de dólares en el periodo enero-septiembre de 2003)**

	Millones de dólares	Participación %	Variación % Anual
1. Eq. y ap. eléctricos y electrónicos	2,207	35.1	40.6
2. Maquinaria y equipos especiales	2,196	34.9	108.3
3. Textiles y artículos de vestir	328	5.2	10.0
4. Otras industrias manufactureras	267	4.3	11.8
5. Productos de plástico y de caucho	264	4.2	19.8
6. Química	264	4.2	37.5
7. Ap. fotográf. de óptica y relojería	149	2.4	-9.6
8. Maq. y eq. para transporte y comunic.	114	1.8	8.3
9. Productos de minerales no metálicos	104	1.7	72.3
10. Siderurgia	101	1.6	52.4
11. Papel e industrial editorial	53	0.8	48.5
12. Derivados del petróleo	41	0.7	5.9
13. Industria de la madera	40	0.6	103.9
14. Agricultura y silvicultura	37	0.6	28.2
15. Equipo profesional y científico	28	0.4	8.3
16. Minerometalurgia	19	0.3	80.9
17. Otras industrias extractivas	18	0.3	-73.7
18. Alimentos, bebidas y tabaco	17	0.3	64.9
Suma de 1 a 18	6,246	99.3	48.5
Importación Total	6,289	100.0	48.1

¹ En esta nota en las importaciones de México de productos provenientes de China sólo se considera a las adquisiciones legales.

Gráfica 2
México: Importaciones de Países Seleccionados
Millones de dólares



vi) El incremento absoluto de las importaciones de productos chinos ha superado de manera notable al de las exportaciones mexicanas a ese país, lo que ha propiciado un creciente déficit comercial de México con China. En la Gráfica 1 se observa que el referido déficit comercial ha aumentado rápidamente, resultando de 5,818 millones de dólares en 2002 y de 5,934 millones en los primeros nueve meses de 2003;

Cuadro 2
Saldo de la Balanza Comercial de México con sus Principales Socios Comerciales
(Millones de dólares)

	2001	2002	2003 Ene-Sep
TOTAL	-9,954	-7,916	-3,011
1. Estados Unidos	26,530	36,491	30,181
2. Canadá	-1,165	-1,674	-882
3. Alemania	-4,576	-4,830	-3,444
4. España	-574	-793	-379
5. Japón	-7,465	-8,884	-5,133
6. China	-3,746	-5,818	-5,934
7. Corea	-3,322	-3,742	-2,923
8. Taiwán	-2,844	-4,036	-1,777
9. Brasil	-1,516	-2,084	-2,017

vii) El saldo comercial de México con China representa el déficit bilateral más elevado que registra el país. El Cuadro 2 presenta los saldos de la balanza comercial de México con sus principales socios. En el cuadro es notorio, por un lado, un elevado superávit comercial de México con los Estados Unidos y, por otro, que el saldo bilateral deficitario con China ya supera al registrado por la balanza comercial total de México;

viii) Finalmente, hay que señalar que China no sólo constituye la economía en el mundo con mayor dinamismo de sus exportaciones, sino también representa la de más rápido crecimiento de sus importaciones de mercancías. Lo anterior significa que hay un amplio potencial para que productos mexicanos competitivos puedan ser exportados a China. Al respecto cabe precisar que en 2002 y en el primer trimestre de 2003, las exportaciones de México a China sólo representaron 0.15 y 0.19 puntos porcentuales de las importaciones de ese país.

Los resultados mencionados de la balanza comercial y de ingresos por remesas familiares, aunados a la información parcial disponible sobre otros renglones de la cuenta corriente, permiten estimar que esta última haya registrado en el tercer trimestre del año un déficit de alrededor de 2.2 miles de millones de dólares. Con ello, su déficit acumulado sumaría 5.8 miles de millones de dólares en los primeros nueve meses de 2003, cifra significativamente más reducida que la de 9.3 miles de millones observada en el lapso comparable de 2002.

Durante el tercer trimestre de 2003, la cuenta de capital de la balanza de pagos registró un ingreso moderado de recursos por inversión extranjera directa y una pequeña salida por inversión de cartera. En dicho trimestre, el Gobierno Federal llevó a cabo el pago anticipado del saldo remanente de los Bonos Brady por un monto de 1,267 millones de dólares. Con ello, se liquidó el total de

estos bonos, que fueron emitidos como parte de la reestructuración de la deuda externa de 1990. Por su parte, en el trimestre de referencia, el sector privado efectuó tres emisiones de valores en el exterior por un monto total de 496 millones de dólares, a un plazo promedio de 7.3 años.

En suma, se estima que en el tercer trimestre del año la balanza de pagos haya registrado un déficit de la cuenta corriente de 2.2 miles de millones de dólares, un superávit en la cuenta de capital de 0.9 miles de millones (incluyendo errores y omisiones) y una desacumulación de reservas internacionales de 1,280 millones. El referido superávit de la cuenta de capital, aunado al observado en el primer semestre del año, resultaría en un saldo positivo acumulado de 9.9 miles de millones de dólares. A su vez, el incremento en las reservas internacionales acumuladas en los primeros nueve meses fue de 4.1 miles de millones de dólares.

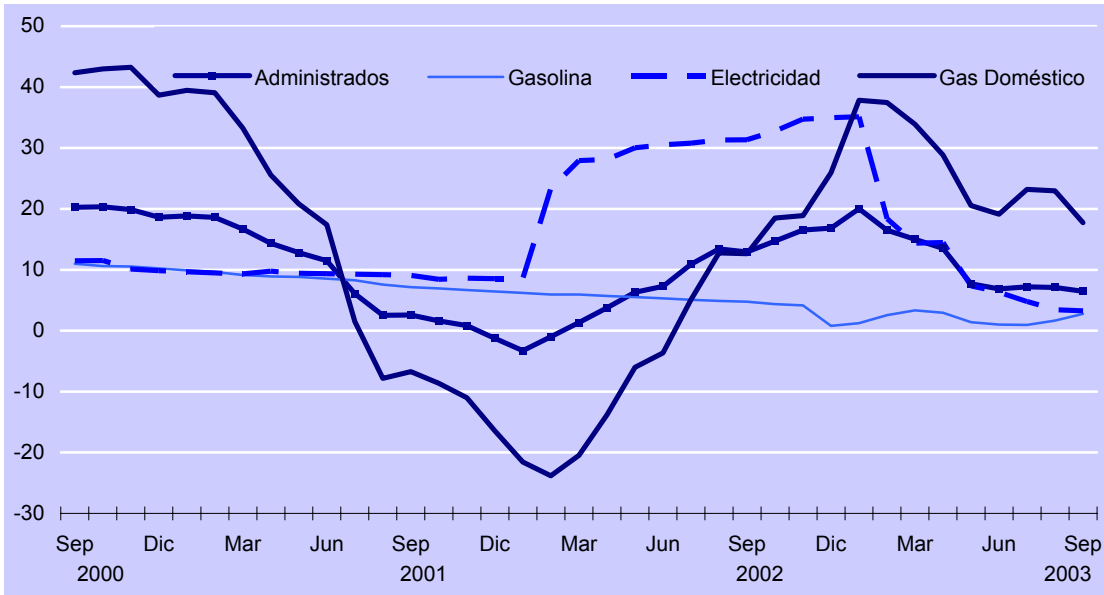
II.2.5. Precios Administrados y Concertados

En el mes de septiembre la variación anual del subíndice de precios administrados y concertados resultó de 4.02 por ciento, marginalmente inferior a la inflación general. Al interior de este subíndice, los bienes con precios administrados registraron un incremento en su cotización de 6.47 por ciento anual, 0.39 puntos porcentuales menor con respecto a su cierre de junio. Lo anterior se explica ya que en el trimestre las tarifas eléctricas prácticamente no se incrementaron (0.03 por ciento), debido a que en julio y agosto disminuyeron las correspondientes a los estratos de alto consumo. Por otra parte, en el trimestre el precio del gas LP aumentó 1.07 por ciento. La variación a tasa anual de 17.73 por ciento que presentó dicho bien al cierre de septiembre se debe al incremento que observó de septiembre 2002 a enero de 2003. A partir de entonces, la variación mensual del precio del gas LP ha sido reducida. Entre los bienes con precios administrados, el de mayor incremento en el trimestre fue la gasolina, con un aumento de 2.67 por ciento. Esto se explica porque el precio de la gasolina de bajo octanaje en las ciudades de la frontera del norte del país se incrementó, al estar sujeto a los cambios en la referencia internacional de dicho combustible.

Gráfica 10

Indíces de Precios de los Bienes Administrados

Variaciones anuales en por ciento



En cuanto al comportamiento de las cotizaciones de los bienes y servicios con precios concertados, en septiembre éstas crecieron en el agregado 1.96 por ciento a tasa anual. Dentro de dicho resultado destaca el crecimiento que se aplicó a los derechos por el suministro de agua y a las tarifas del transporte público, en particular de autobús foráneo (7.01 por ciento), autobús urbano (4.25 por ciento) y taxi (3.45 por ciento). El impacto de dichas alzas resultó parcialmente contrarrestado por el hecho de que en el periodo las tarifas del servicio telefónico se mantuvieron prácticamente constantes.

II.2.6. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación

El trimestre julio-septiembre de 2003 está influenciado por la estacionalidad que caracteriza al ciclo escolar. En dicho periodo, los precios de la educación en su conjunto se incrementaron 7.03 por ciento, contribuyendo con 0.39 puntos porcentuales a la inflación general del trimestre (1.04 por ciento). Asimismo, al cierre de septiembre la variación anual del subíndice de la educación alcanzó 8.57 por ciento, 1.74 puntos porcentuales menor a la que se registró al cierre del trimestre anterior. Como puede apreciarse en el Cuadro 9, las colegiaturas de todos los niveles de educación mostraron en el periodo crecimientos elevados.

Cuadro 9

Indices de Precios de la Educación por Nivel

Variaciones anuales en por ciento

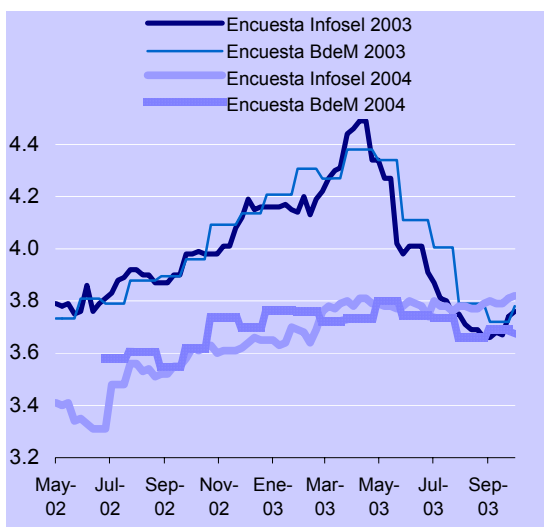
	Variaciones Anuales			
	Septiembre			
	2000	2001	2002	2003
Educación Privada	15.08	14.06	10.10	8.57
Jardín de Niños y Guardería	15.16	14.26	11.84	9.90
Preprimaria	n.d.	n.d.	n.d.	9.56
Primaria	16.07	14.55	11.85	9.81
Secundaria	16.05	14.30	11.67	9.84
Preparatoria	15.87	14.91	10.92	8.81
Universidad	16.57	12.89	9.74	7.24
Carrera Corta	10.05	13.38	9.48	7.38
Enseñanza Adicional	n.d.	n.d.	n.d.	5.69

n.d. No disponible.

(Gráfica 11). Esto las ubica dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor de la meta puntual de 3 por ciento e implica una reducción significativa respecto a sus niveles máximos registrados en abril.

Gráfica 11 **Expectativas de Inflación**
Por ciento anual

Inflación Esperada para 2003 y 2004
Por ciento



Inflación General para el Corto y Largo Plazo
Por ciento



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

Por otro lado, durante el trimestre el tipo de cambio registró una depreciación moderada, acompañada de un incremento en su volatilidad (Gráfica 12a). Dicho comportamiento no ha sido distinto al observado en las principales divisas internacionales, las cuales también han mostrado altibajos por la incertidumbre en torno al vigor de la recuperación de las diferentes economías. En el caso de México, factores específicos adicionales, como una cierta preocupación sobre la falta de respuesta de la economía ante las condiciones de mayor competencia en la colocación de productos en los diferentes mercados internacionales, también han presionado, en parte, la paridad. No obstante, es importante destacar que el ajuste del tipo de cambio se ha presentado de manera ordenada, con un bajo traspaso a la inflación y un reducido impacto en las tasas de interés.

Por lo que respecta a la demanda agregada, ésta se ha desarrollado en línea con la actividad económica mundial. Así, su evolución ha sido compatible con el proceso desinflacionario.

En suma, en el tercer trimestre prevalecieron condiciones propicias para el avance en la consecución de la meta de inflación para el cierre del año y para el largo plazo. Por ello, en el periodo no se modificó el “corto”, manteniéndose en 25 millones de pesos diarios.

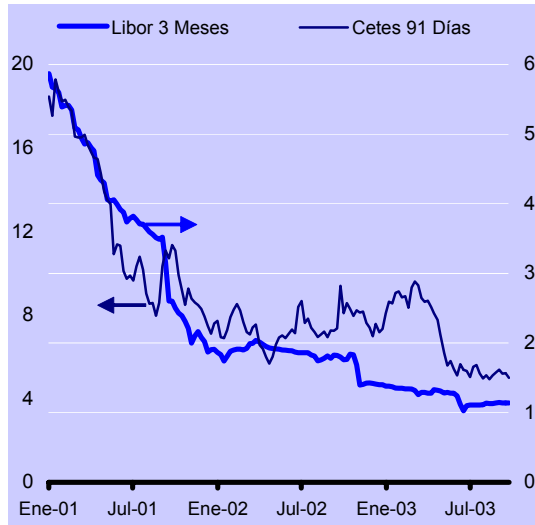
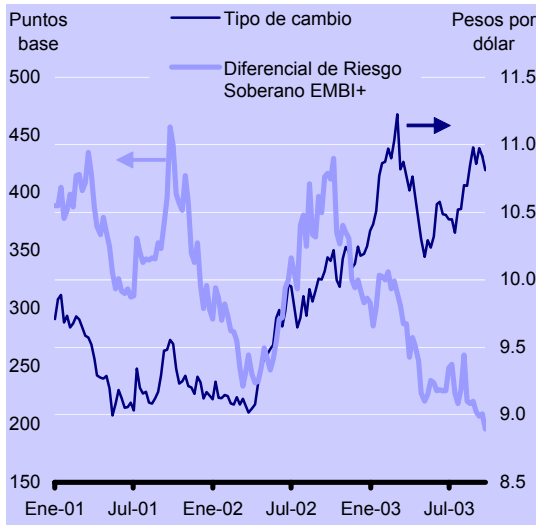
Es importante destacar que el abatimiento de la inflación se ha presentado bajo un contexto internacional desusual. El relajamiento monetario propiciado por los principales bancos centrales del mundo ha creado condiciones coordinadas de estímulo al gasto pocas veces vistas en la historia reciente (Gráfica 12b). Aunado a lo anterior, la incertidumbre que ha caracterizado el vigor de la recuperación de la economía mundial y la debilidad de la inversión han incidido en una menor demanda de financiamiento a mediano y largo plazo. En su conjunto, ello ha redundado en menores tasas de interés en los mercados internacionales a lo largo de toda la curva de rendimiento.

Gráfica 12

Tipo de Cambio, Diferencial de Riesgo Soberano Medido a través del EMBI+ para México y Tasas de Interés

a) Diferencial de Riesgo Soberano Medido a través del EMBI+ para México y Tipo de Cambio

b) Tasa de Interés de Cetes a 91 Días y Libor a Tres Meses
Por ciento anual



En México también se han presentado elementos que han dado lugar a un relajamiento de las condiciones monetarias y financieras. En particular destacan:

- a) La conducción de la política monetaria ha permitido que las tasas de interés de corto plazo se reduzcan de manera significativa. Lo anterior se ha presentado en un

contexto en el cual se avizora la convergencia de la inflación con su meta de largo plazo, implicando un menor riesgo inflacionario y traduciéndose en una reducción de las tasas de interés para horizontes más prolongados. Así, la curva de rendimiento alcanzó niveles mínimos históricos en promedio durante el tercer trimestre (Gráfica 13). Al respecto, la expectativa de inflación promedio para el periodo 2005-2008, que por primera ocasión se recaba en la encuesta que levanta el Banco de México entre analistas económicos, resultó de 3.49 por ciento.

- b) El ajuste macroeconómico a la fase cíclica que atraviesa el país, al igual que en otras economías, conlleva una caída de las tasas de interés de largo plazo ante la percepción coyuntural de una menor rentabilidad de la inversión.
- c) Como ya se mencionó, las condiciones globales de liquidez dieron lugar a tasas de interés internacionales cercanas a sus mínimos históricos, lo cual también propició una recomposición de las carteras hacia activos de mayor riesgo. Así, ante el apetito por títulos de algunos países emergentes, como México, y en un contexto de estabilidad macroeconómica, la mayor disponibilidad de capitales ha permeado los mercados financieros nacionales.

En suma, ante un entorno financiero internacional de amplia liquidez, la conducción de la política monetaria a través de la parte baja del ciclo económico ha permitido menores tasas de interés en todos sus plazos. Ello ha constituido un elemento fundamental en la creación de condiciones propicias para la recuperación de los diferentes componentes del gasto, tanto en consumo como en inversión, sin que la meta de inflación se haya visto comprometida.

Gráfica 13

Curva de Rendimiento de los Valores Gubernamentales
Por Ciento Anual



Adicionalmente, la consolidación de la estabilidad macroeconómica y la aprobación de diversas reformas estructurales en materia financiera¹⁰ han permitido que los agentes económicos comiencen a tener un mayor acceso a financiamiento de largo plazo en moneda nacional. Al respecto, destacan dos acontecimientos recientes: a) el anuncio hecho por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de que a finales de octubre el Gobierno Federal comenzará a subastar valores con vencimiento a veinte años que pagan tasa de interés nominal fija¹¹ y b) la sustitución que ha realizado el sector privado de pasivos externos por valores internos denominados en moneda nacional. Esta mejoría en la composición del endeudamiento le permite al sector privado estar en mejores condiciones para invertir cuando se recupere la demanda por sus bienes y servicios.

¹⁰ A este respecto destacan las reformas a los siguientes ordenamientos: Ley del Sistema de Ahorro para el Retiro, Ley del Mercado de Valores, Miscelánea de Garantías de Crédito, Ley de Transparencia y de Fomento a la Competencia en el Crédito Garantizado, Ley de Instituciones de Crédito, Ley de Sociedades de Inversión, Ley de Ahorro y Crédito Popular, Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y las leyes de la Banca de Desarrollo.

¹¹ Comunicado de prensa de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público del 25 de septiembre de 2003.

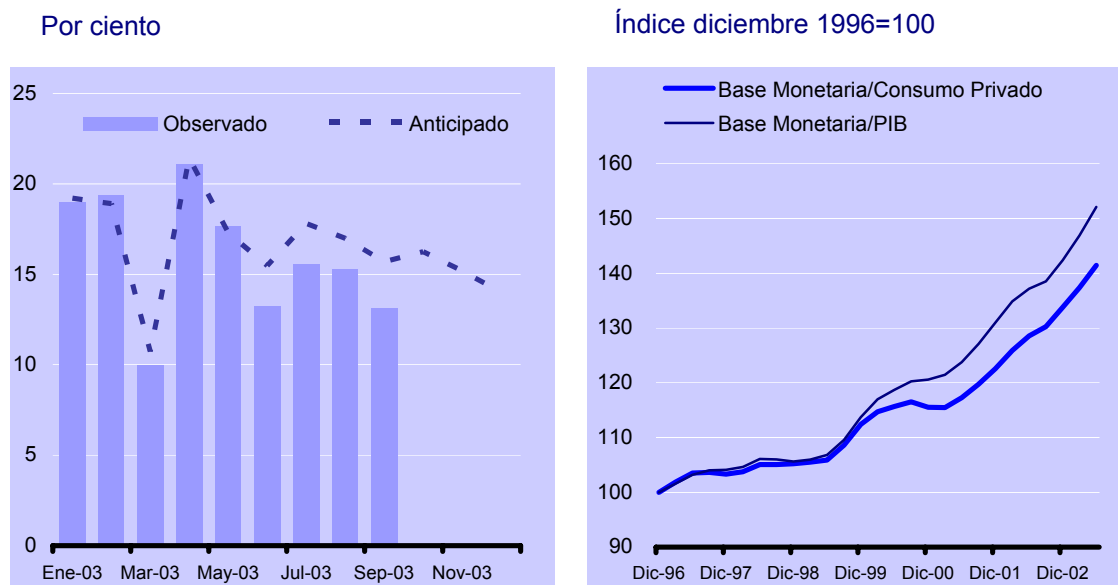
III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

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

En el tercer trimestre del año la base monetaria creció a una tasa anual de 14.7 por ciento.¹² Dicho comportamiento ha sido acorde con la referencia dada a conocer en el Programa Monetario (Gráfica 14a). La base monetaria se expande a una tasa elevada si se le contrasta con la meta de inflación y el crecimiento del producto. Ello refleja que aún continúa el proceso de remonetización iniciado a partir de 1997, como resultado de las menores tasas de interés e inflación. Cabe mencionar que este proceso de remonetización es menor cuando se compara el crecimiento de la base monetaria con el del consumo privado (Gráfica 14b). Esto se debe, como se señaló en la sección II.2.3, a la asimetría reciente que se ha presentado en la evolución de los componentes de la demanda agregada, ya que el consumo y, por ende, la demanda de efectivo por motivos transaccionales, han crecido a tasas superiores a las del producto.

Gráfica 14 Base Monetaria

a) Variación Anual de Saldos a Fin de Periodo b) Base Monetaria a Producto y a Consumo Privado^{1/}



1/ Series de tendencia.

De enero a septiembre de 2003 los activos internacionales del Banco Central se incrementaron en 4,173 millones de dólares. Dicha acumulación fue muy superior al aumento de la base

¹² Variación calculada sobre el promedio de saldos a fin de mes.

monetaria, lo cual explica, en parte, la contracción del crédito interno neto de 70,347 millones de pesos. Esto se debe a la esterilización del efecto monetario derivado de la acumulación de activos internacionales que realiza el Banco Central a través de la colocación de bonos u otros pasivos de regulación monetaria.

Si bien en el año las reservas internacionales han aumentado de manera importante, el mecanismo para reducir su ritmo de acumulación¹³ dio lugar a ventas por 2,640 millones de dólares del 2 de mayo al 30 de septiembre. Como resultado de estas subastas, no fue necesario colocar pasivos de regulación monetaria por 27,716 millones de pesos y, por ende, dichos recursos quedaron disponibles en el mercado interno.

Cuadro 10 Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
Millones

	Saldos		Flujos en 2003			Acumulados al 30 de Sep. de 2003
	31 Dic. 2002	30 Sep. 2003	1 ^{er} Trimestre	2 ^o Trimestre	3 ^{er} Trimestre	
(A) Base Monetaria (Pesos)	263,937	238,703	-26,087	2,168	-1,315	-25,234
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	529,503	604,576	35,442	13,649	-3,978	45,113
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	50,722	54,895	3,280	1,312	-420	4,173
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-265,566	-365,873	-61,529	-11,481	2,663	-70,347
(D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] ^{3/}	47,984	52,117	4,004	1,409	-1,280	4,133
(E) Reserva Bruta (Dólares)	50,674	54,861	3,279	1,313	-405	4,187
Pemex			2,901	3,522	4,331	10,754
Gobierno Federal			-78	-1,684	-3,525	-5,287
Venta de dólares a la banca ^{4/}				-1,280	-1,360	-2,640
Otros ^{5/}			456	755	149	1,360
(F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	2,690	2,743	-726	-96	875	53

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

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

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

4/ Corresponde a las ventas diarias de dólares realizadas conforme al mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales (ver comunicados de prensa de la Comisión de Cambios del 7 y 20 de marzo de 2003).

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

III.2.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

La oferta del ahorro financiero de residentes proviene principalmente de los hogares (81.7 por ciento del M2) y en menor medida, de las empresas. Cabe señalar que la fortaleza del ahorro de las familias se explica en gran parte por los recursos asociados al SAR,¹⁴ los cuales en agosto representan 26.5 por ciento de su

¹³ Ver Comunicados de Prensa de la Comisión de Cambios del 7 y 20 de marzo de 2003.

¹⁴ Incluye tanto fondos de vivienda como de retiro.

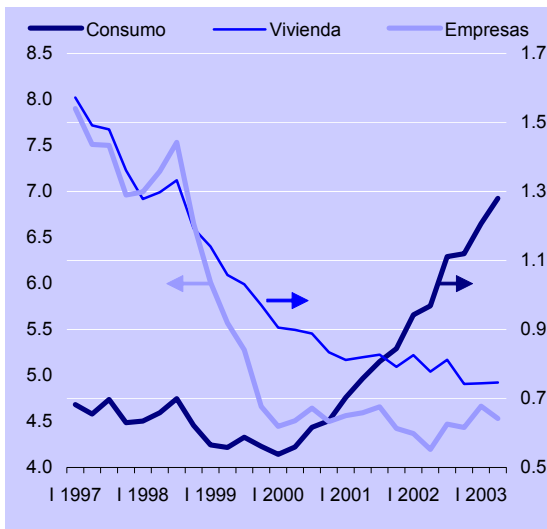
ahorro financiero y contribuyeron con 44.7 por ciento de su variación anual.

Por lo que respecta al endeudamiento de los hogares, destaca el incremento de crédito bancario al consumo, el cual se ha venido expandiendo a tasas reales anuales superiores al 20 por ciento en los últimos tres años. En cuanto al crédito a la vivienda, contrasta el dinamismo del otorgado por las Sofoles inmobiliarias frente al estancamiento del bancario (Gráfica 15a).

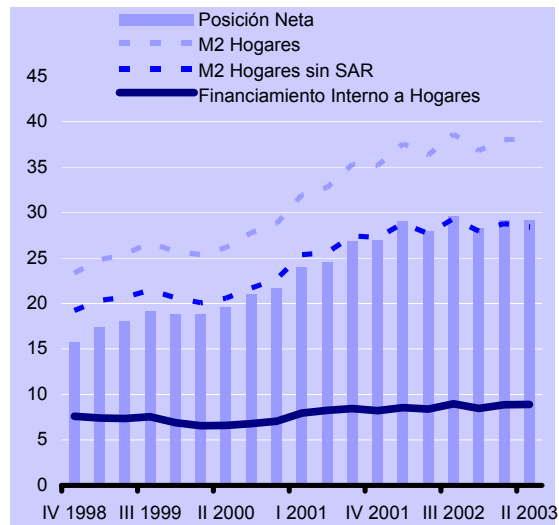
En suma, a pesar del incremento en sus pasivos, los hogares aún conservan una importante posición acreedora neta con el sistema financiero interno,¹⁵ que equivale aproximadamente a la cuarta parte del producto (Gráfica 15b).

Gráfica 15 Crédito Vigente de la Banca Comercial y Posición Acreedora de los Hogares

a) Crédito Bancario
Por ciento del PIB



b) Posición Acreedora Neta de los Hogares¹
Por ciento del PIB



1/La posición acreedora neta resulta al restar del M2 Hogares (total de activos financieros internos) el financiamiento interno a los hogares.

Cabe señalar que si bien el crédito vigente de la banca comercial a empresas alcanzó en agosto una variación real anual de 8.2 por ciento, su saldo es aún muy reducido (4.5 por ciento del PIB). Por otro lado, la emisión de valores privados en el mercado interno ha tenido un mayor dinamismo (creciendo 36.7 por ciento real anual en agosto). Sin embargo, el destino principal de estos recursos ha sido la sustitución de pasivos, particularmente con el

¹⁵ La posición neta acreedora se obtiene de restar del total de los activos financieros de los hogares el total de sus pasivos. La información proviene de las estadísticas del Panorama del Sistema Financiero Mexicano y de Agregados Monetarios, publicadas por el Banco de México.

exterior (Gráfica 16). Esto último en virtud de las menores tasas de interés internas, la mayor profundidad de los mercados nacionales y la creciente demanda de las Siefores por títulos de largo plazo (Recuadro 4).

Cuadro 11 **Financiamiento al Sector Privado no Financiero**

	Saldos en m.m.p.					Tasa de Crecimiento Real Anual (%)	
	Mar-02	Jun-02	Dic-02	Mar-03	Jun-03	Mar-03	Jun-03
	Financiamiento Total	1,437.3	1,508.0	1,603.9	1,623.5	1,610.3	6.9
Externo	495.6	538.4	558.6	570.9	538.1	9.0	-4.2
Financiamiento Externo Directo ^{1/}	318.2	350.6	359.8	368.3	352.0	9.6	-3.7
Emisión de Deuda Colocada en el Exterior	177.4	187.8	198.9	202.5	186.0	8.1	-5.0
Interno ^{2/}	941.8	969.6	1,045.3	1,052.6	1,072.3	5.8	6.1
De Bancos Comerciales ^{3/}	638.8	645.1	676.8	674.0	665.9	-0.1	-1.0
De Bancos de Desarrollo ^{3/}	90.2	94.5	112.8	115.2	113.8	20.9	15.5
De Intermediarios No Bancarios ^{4/}	120.9	132.8	151.2	157.5	164.4	23.3	18.7
Emisión de Instrumentos de Deuda	91.9	97.2	104.5	106.0	128.2	9.2	26.5
Memo:							
Externo (miles de millones de dólares)	55.0	54.1	53.5	52.9	51.6	-3.7 ^{5/}	-4.7 ^{5/}

1/ Incluye proveedores extranjeros de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, crédito de la banca externa y otros acreedores tales como el Club de París y organismos bilaterales que otorgan financiamiento a programas de comercio exterior.

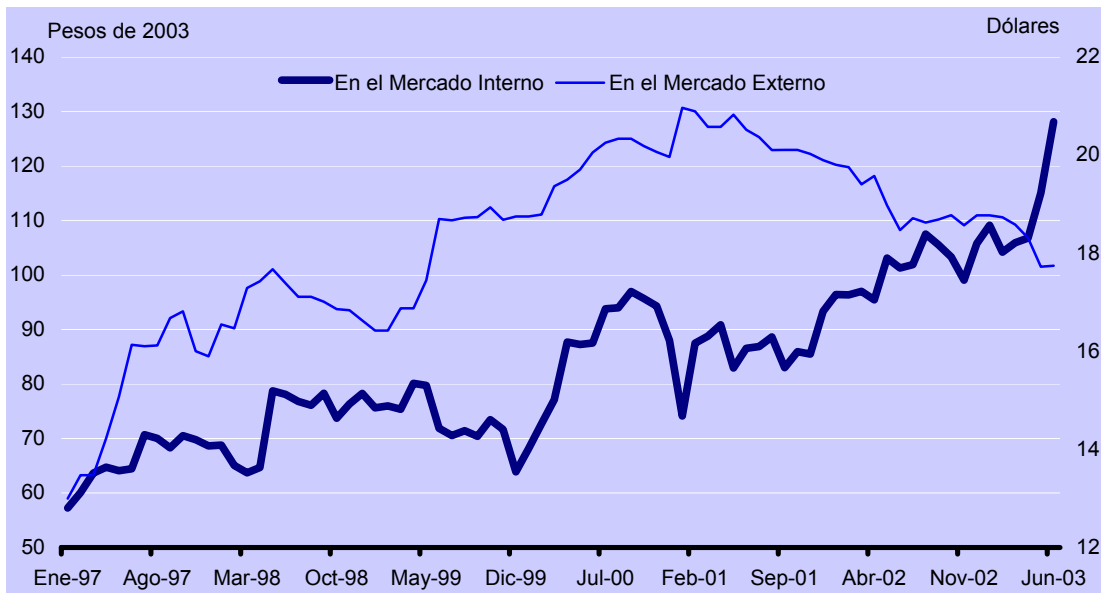
2/ Corresponde a la colocación de valores privados y al crédito otorgado por la banca comercial y de desarrollo, así como por los intermediarios financieros no bancarios.

3/ Incluye cartera de crédito total e intereses devengados, así como la cartera asociada a programas de reestructura (UDIs y esquema de participación de flujos IPAB-Fobaproa).

4/ Sociedades Financieras de Objeto Limitado, Sociedades de Ahorro y Préstamo, Arrendadoras Financieras, Factorajes Financieros y Uniones de Crédito.

5/ Variación nominal en dólares.

Gráfica 16 **Valores Emitidos por el Sector Privado no Financiero**
Saldos en miles de millones



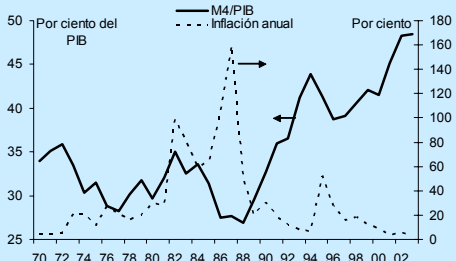
Recuadro 4

Beneficios de la Reducción de la Inflación en el Sistema Financiero

Los efectos de la inflación sobre la actividad económica se transmiten, en parte, a través de la intermediación financiera. En la medida en que la inflación disminuye y se estabiliza en niveles bajos, la incertidumbre y los riesgos asociados al otorgamiento o contratación de crédito son menores y la asignación de recursos a través del sistema financiero es más eficiente, lo cual promueve la actividad económica.

En México, durante los últimos años, la reducción en la inflación ha permitido una mayor profundización del sistema financiero. Así, mientras la inflación registró en el año su menor nivel en las últimas tres décadas, el agregado monetario amplio M4 alcanzó 48 por ciento del producto, cifra máxima para dicho indicador.

Agregado Monetario M4 e Inflación
(Por ciento)

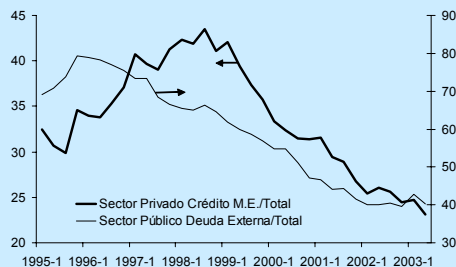


Ante el entorno de menor incertidumbre inflacionaria que ha prevalecido recientemente, se han reducido significativamente las tasas de interés y se ha ampliado el horizonte de diversos contratos en la economía. Esto ha obrado en beneficio de los sectores público y privado, quienes han podido:

- a) sustituir deuda externa por interna, disminuyendo su exposición al riesgo cambiario, y
- b) alargar el plazo promedio de maduración de sus obligaciones, mejorando su perfil de vencimientos.

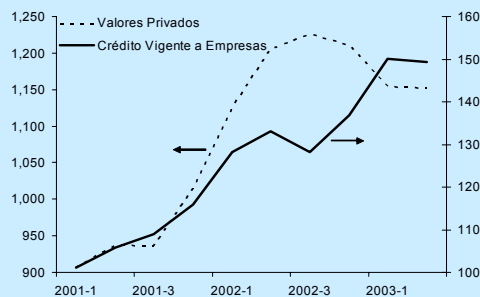
Cabe señalar que si bien este fenómeno se ha presentado con mayor intensidad en la emisión de valores, el financiamiento bancario también ha mostrado una mejoría en sus términos y plazos, si bien su saldo es aún muy reducido.

Crédito al Sector Privado en Moneda Extranjera y Deuda Externa del Sector Público^{1/}
(Por ciento del total)



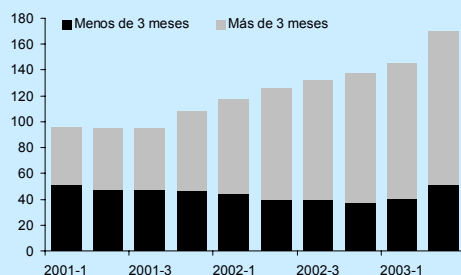
^{1/} Crédito vigente en moneda extranjera otorgado por la banca múltiple al sector privado como porcentaje del crédito total. Deuda externa bruta del Gobierno Federal como porcentaje del total (Fuente: SHCP).

Plazo Promedio Ponderado del Crédito Vigente de la Banca Múltiple a las Empresas y de los Valores Privados
(Días)



Por su parte, la emisión de valores privados se ha caracterizado por su vigor, alcanzando en agosto del presente año una variación real anual de 36.7 por ciento. Esto en virtud de las menores tasas de interés que han prevalecido recientemente y de la posibilidad de ampliar el plazo de sus emisiones.

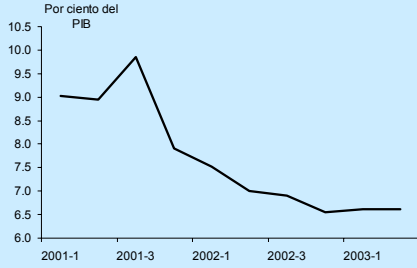
Valores Privados
(Miles de millones de pesos)



Debe resaltarse que las menores tasas de interés y el incremento en el plazo del financiamiento han permitido una reducción en el servicio de la deuda interna a cargo de las empresas. Esto ha disminuido su vulnerabilidad ante posibles perturbaciones en los mercados financieros y conlleva un alivio en sus costos.

Finalmente, es importante señalar que tanto la creación del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR), por su impacto como fuente de ahorro financiero interno, como las diversas reformas financieras aprobadas en los últimos años, han sido elementos fundamentales en el desarrollo del sistema financiero interno.

Servicio de la Deuda Interna de las Empresas ^{1/}
(Por ciento del PIB)



^{1/} Indicador del servicio de la deuda que incluye amortizaciones y pago de intereses durante el trimestre.

IV. Perspectivas del Sector Privado para 2003¹⁶

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

En los pronósticos de los analistas económicos del sector privado elaborados durante el tercer trimestre de 2003 sobresalieron dos aspectos: la expectativa de que continuará la disminución de la inflación y el reconocimiento de que en el presente año el crecimiento económico será modesto. Ahora bien, se anticipa una reactivación de la actividad económica el próximo año. En particular, en las previsiones de los consultores económicos (Cuadro 12), destaca lo siguiente: i) una revisión a la baja del crecimiento esperado del PIB para 2003, de 2.16 por ciento en junio a 1.60 en septiembre; ii) en congruencia con lo anterior, disminuciones de los crecimientos anuales estimados para los distintos renglones de la demanda interna, especialmente los correspondientes al consumo e inversión del sector privado; iii) un ajuste a la baja del pronóstico referente al número de empleos formales que se generarán al cierre del presente año; iv) tasas de interés bajas durante el resto del año; v) nuevos descensos de los saldos deficitarios estimados para el año en curso en las balanzas comercial y de cuenta corriente, en congruencia con las revisiones sobre el comportamiento de la demanda interna y del producto; vi) la previsión de una menor entrada de recursos en 2003 por concepto de inversión extranjera directa, respecto a la anticipada en junio pasado; vii) ligera disminución respecto a junio en el nivel promedio del Índice de Confianza de los Analistas Económicos del Sector Privado que elabora el Banco de México.

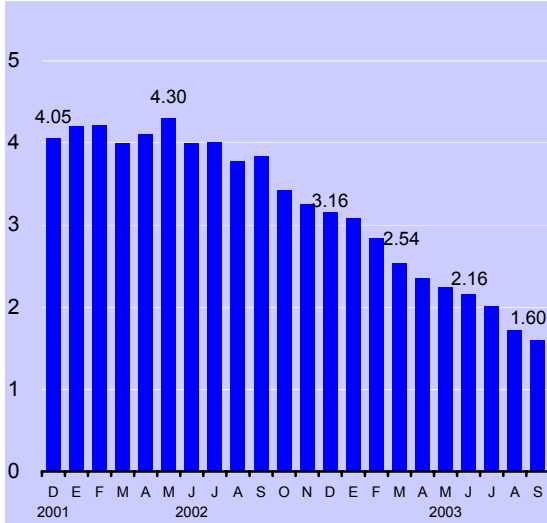
En lo referente a la previsión para el crecimiento del PIB de los Estados Unidos en 2003, las estimaciones se revisaron al alza. Los pronósticos de crecimiento económico implican que se mantiene la recuperación de la actividad económica estadounidense durante el cuarto trimestre del año.

¹⁶ A menos que se especifique lo contrario, los pronósticos reportados en esta sección se obtienen de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba mensualmente el Banco de México.

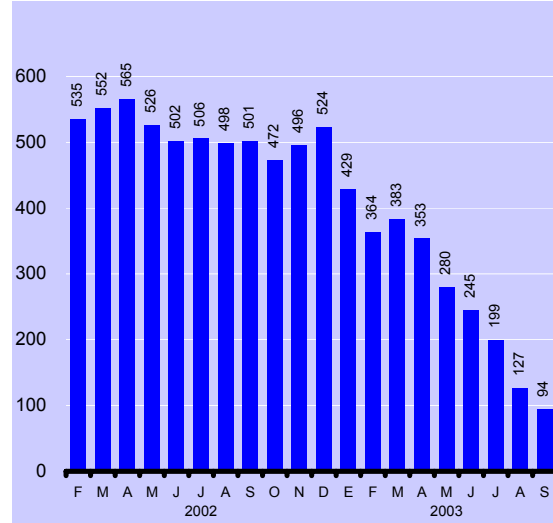
Gráfica 17

Expectativas de los Consultores sobre el Crecimiento del PIB y del Número de Trabajadores Asegurados en el IMSS en 2003

Crecimiento Real del PIB
Por ciento



Incremento en el Número de Asegurados
Miles de trabajadores



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

Cuadro 12

Expectativas del Sector Privado: Junio y Septiembre de 2003^{1/}

	Jun. 2003	Sep. 2003		Jun. 2003	Sep. 2003
Crecimiento del PIB Real en México			Tipo de Cambio (Pesos por dólar, cierre del año)		
2003	2.16%	1.60%	2003 Encuesta Banxico	10.68	10.88
2004	3.71%	3.39%	Futuros ^{2/}	10.73	11.08
Déficit Comercial (Millones de dólares)			2004 Encuesta Banxico		
2003	7,708	6,550		11.03	11.19
Déficit de la Cuenta Corriente (Millones de dólares)			Mezcla Mexicana de Petróleo (Dólares por barril en promedio)		
2003	14,716	12,042	2003 Encuesta Banxico	22.19	24.07
Inversión Extranjera Directa (Millones de dólares)			Incrementos Salariales		
2003	12,906	12,193	Para Octubre 2003	n.d.	4.71
2004	14,117	13,505	Para Noviembre 2003	n.d.	4.71
Crecimiento del PIB Real y Producción Industrial en los EUA Durante 2003					
Crecimiento del PIB			Clima de Negocios		
Encuesta Banxico	2.3%	2.6%	Mejorará	68%	67%
Consensus Forecasts ^{3/}	2.3%	2.7%	Permanecerá Igual	23%	30%
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	2.3%	2.7%	Empeorará	9%	3%
Promedio Corredurías ^{5/}	2.3%	2.8%	III Trim. Promedio Corredurías^{6/}		
Producción Industrial			IV Trim. Promedio Corredurías^{6/}		
Blue Chip Economic Indicators ^{4/}	0.5%	0.2%	3.5% 5.6%		
			3.2% 3.8%		

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

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

3/ Consensus Forecasts del 14 de julio y 13 de octubre de 2003.

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

5/ Promedio de los pronósticos de las corredurías de Deutsche Bank, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Goldman Sachs y JP Morgan al 27 de junio y al 17 de octubre de 2003.

6/ Variación trimestral anualizada.

Los pronósticos de los analistas económicos del sector privado sobre otras variables arrojan los siguientes resultados: i) el

nivel esperado del tipo de cambio del peso mexicano para el cierre de 2003 se revisó al alza durante el trimestre de referencia; ii) se estima que los incrementos nominales de los salarios contractuales en octubre y noviembre de 2003 serán ligeramente menores a los registrados en los meses previos; iii) entre los principales factores que podrían obstaculizar el ritmo de la actividad económica durante los próximos meses sobresalieron la ausencia de cambios estructurales, la debilidad de los mercados externo e interno y la incertidumbre acerca de la situación económica y política del país.

IV.2. Expectativas sobre la Inflación

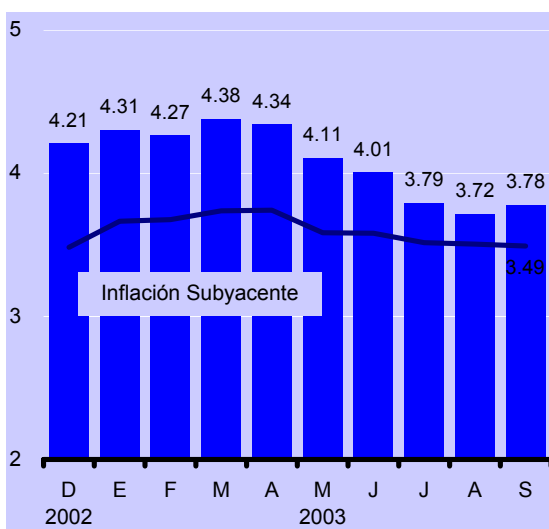
Durante el tercer trimestre las expectativas de inflación se revisaron a la baja. El pronóstico referente a la inflación general para el cierre de 2003 pasó de 4.01 por ciento en junio, a 3.78 por ciento en septiembre. En ese lapso la previsión sobre la inflación subyacente para el año descendió ligeramente, de 3.58 por ciento en junio, a 3.49 por ciento en septiembre. Por otra parte, los analistas anticipan para los próximos años un escenario de inflación baja y estable. Ello considerando que, para 2004, estiman una inflación de 3.67 por ciento y que prevén que, en el periodo 2005-2008, ésta resulte en promedio de 3.49 por ciento.

Gráfica 18

Expectativas de los Consultores sobre la Inflación en 2003

Inflación General (INPC) y Subyacente

Por ciento



Inflación General para el Corto y Largo Plazo

Por ciento



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

V. Balance de Riesgos y Conclusiones

La evolución de la economía mexicana durante el tercer trimestre de 2003 estuvo condicionada por una demanda externa que fue recuperándose sólo paulatinamente, y por una demanda interna débil. Así, continuó observándose una composición del gasto interno en la que el consumo mantiene un dinamismo moderado, en tanto que la inversión ha permanecido frágil por un periodo prolongado. En lo que toca a la oferta, la composición anterior se ha reflejado en una mayor participación del sector de los servicios en la producción y el empleo nacionales, mientras que la actividad industrial ha perdido terreno. Asimismo, el mercado laboral se encuentra en condiciones de atonía, como lo indica la escasa creación de plazas de trabajo en el sector formal.

En un entorno como el anterior, el escenario base que el Banco de México anticipa para el cierre de 2003 y para 2004, se finca en los siguientes supuestos:

- (a) Se revisó ligeramente al alza la previsión del crecimiento anual promedio en 2003 del PIB de los Estados Unidos, de 2.3 a 2.7 por ciento. No obstante, se supone que el crecimiento anual promedio de la producción industrial en dicho país para 2003 será de 0.1 por ciento, en línea con las expectativas de los analistas, en lugar de 0.6 por ciento supuesto en el informe anterior. Esta revisión ya considera el repunte esperado de la producción industrial en el segundo semestre del año. Para 2004, se anticipa un crecimiento del PIB real y de la producción industrial de 3.9 y 4.2 por ciento, respectivamente;¹⁷
- (b) Se estima que el precio del barril de la mezcla mexicana de petróleo pueda ubicarse en 2003 en un promedio de 24 dólares por barril y de 18 dólares en 2004; y
- (c) Se anticipa que, en lo que resta del año y el siguiente, las condiciones de acceso al financiamiento externo para México continuarán siendo favorables.

Tomando en consideración los supuestos anteriores y la información disponible relativa a la evolución de la economía mexicana en el tercer trimestre del año, el resultado del ejercicio de

¹⁷ Basado en estimaciones recabadas por Blue Chip en octubre.

pronóstico de las principales variables macroeconómicas para lo que resta de 2003 es el siguiente:

Crecimiento Económico: La estimación del crecimiento económico para 2003 se revisó a la baja, a alrededor de 1.5 por ciento.

Empleo: Se anticipa que para el año en curso, no se generarán empleos en el sector formal de la economía en términos netos. Ello, debido a que se ha revisado la previsión de crecimiento económico y a que el monto de los incrementos salariales contractuales continúa desincentivando la contratación de mano de obra.

Cuenta Corriente: Se calcula que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos durante 2003 será menor al 2.0 por ciento del PIB.

Inflación: Se anticipa que, en lo que resta del 2003 la inflación convergirá con el objetivo puntual de 3 por ciento, considerando un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual. Asimismo, se espera que la inflación anual subyacente continúe descendiendo dentro del intervalo establecido para la inflación general. Esto último es un sustento para la convergencia de la inflación del INPC con su objetivo. En cuanto a los subíndices de precios subyacentes, se prevé que las mercancías mantengan un comportamiento estable, mientras que los servicios sigan contribuyendo a la reducción de la inflación general, si bien la magnitud de esta contribución dependerá en gran medida de la evolución de los incrementos salariales. La perspectiva sobre la marcha de la inflación no subyacente durante los siguientes meses es, en general, compatible con el objetivo de inflación, en ausencia de perturbaciones inesperadas.

Para 2004, el escenario base considera que la economía mexicana incrementará su ritmo de crecimiento. Esta expectativa se fundamenta en la previsión de que el consumo privado mantendrá su relativo dinamismo, apuntalado por condiciones financieras favorables y por el apoyo del crédito bancario. Por su parte, se estima que la inversión del sector privado registrará cierta recuperación, en congruencia con la mayor actividad industrial en Estados Unidos (y el eventual incremento de las exportaciones mexicanas), sostenida por las bajas tasas de interés que prevalecen tanto en México como en el mundo y por el mejoramiento de su posición financiera. Al mayor crecimiento en 2004, también “contribuirá” el simple efecto aritmético de tener una base de comparación relativamente baja. Específicamente, se estima que el

crecimiento del PIB real en México durante 2004 será de entre 3.0 y 3.5 por ciento.¹⁸ Cabe resaltar que el escenario anterior es primordialmente de naturaleza inercial, puesto que recoge la información disponible con mayor oportunidad y se basa en las tendencias correspondientes sobre la evolución futura de la economía. Claramente, es difícil prever con precisión qué tipo de perturbaciones, positivas o negativas, podrían modificar el panorama descrito en un horizonte de proyección de cinco trimestres.

En cuanto a la inflación durante 2004, el ejercicio indica que la postura actual de la política monetaria es compatible con una trayectoria de la inflación que continúa convergiendo hacia su objetivo de largo plazo. Esto se sustenta tanto en razones coyunturales como estructurales. Dentro de las primeras, la debilidad de la demanda agregada y la ausencia de choques anticipados de oferta, apuntan a que las presiones inflacionarias provenientes de estas fuentes son reducidas. En cuanto a las estructurales, éstas deben verse como parte de la transición de la economía mexicana hacia un entorno de baja inflación, con mercados financieros más robustos, mayor remonetización de la economía y menor traspaso inflacionario de los movimientos cambiarios. En este sentido, las acciones del Banco de México durante los últimos años han coadyuvado a consolidar el ambiente macroeconómico de baja inflación. En efecto, tanto a través de una política monetaria preventiva que enfrenta decididamente las presiones inflacionarias, como de una política de comunicación dirigida a incrementar la transparencia y la rendición de cuentas, el Instituto Central ha fomentado el arraigo de la estabilidad macroeconómica.

El escenario descrito para el cierre de 2003 y para 2004 está sujeto a diversos factores de incertidumbre. En lo que toca a los riesgos de origen externo, el más importante consiste en que la recuperación en los Estados Unidos no se consolide. Ello puede afectar la economía mexicana, en particular si la falta de fortaleza yace en la producción manufacturera e inversión no residencial estadounidenses. Conviene reiterar que el principal vínculo de la economía mexicana con la estadounidense es la interrelación de las respectivas industrias manufactureras. Así, en la medida en que la actividad fabril en Estados Unidos no repunte vigorosa y

¹⁸ Como es la práctica en otros bancos centrales (la Reserva Federal de los Estados Unidos, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón, entre otros), a partir de 2004 el Banco de México proporcionará un intervalo en su estimación de crecimiento, reflejando con ello la existencia de incertidumbre y los intervalos de confianza propios de cualquier proyección estadística.

sostenidamente, difícilmente se incrementará la demanda externa por las exportaciones de nuestro país.

En cuanto a los riesgos que podrían surgir en el ámbito interno, cabe mencionar los siguientes:

- (a) La posibilidad de que la pérdida de competitividad de la economía nacional sea tal que, a pesar del esperado repunte en la actividad industrial en Estados Unidos, el estímulo sobre la actividad económica en México no sea lo suficientemente fuerte como para reactivar con dinamismo la producción y el empleo. En este sentido es preocupante la pérdida de mercado de las exportaciones mexicanas ante las chinas en Estados Unidos en el presente año;
- (b) La falta de competitividad de la industria nacional también constituye un peligro potencial en el mediano plazo, pues la competitividad tiene implicaciones tanto para el crecimiento potencial de una economía, como para sostener una inflación baja en horizontes prolongados. Sin incrementos en productividad en una economía, la presión sobre el nivel general de precios es mayor. En particular, en una economía poco competitiva podrían surgir presiones para que el ajuste se produzca por la vía cambiaria lo que, a su vez, podría incidir en la inflación. Por lo anterior, es de suma importancia alcanzar los acuerdos políticos y sociales necesarios para evitar retrasos adicionales en la instrumentación de la agenda de cambio estructural.
- (c) Si bien la inflación subyacente descendió durante el tercer trimestre, esta reducción fue muy poco significativa;
- (d) Los incrementos salariales siguen siendo incompatibles con la lasitud del mercado laboral y con los aumentos previsibles en la productividad; y
- (e) La evolución prevista de la inflación general podría modificarse por la presencia de perturbaciones de oferta que provocaran una dinámica desfavorable de su componente no subyacente. Por su volatilidad destacan los precios agropecuarios y, en menor medida, algunos precios administrados que tienen referencias internacionales, como el gas.

Como puede apreciarse, la reactivación de la economía mexicana enfrenta todavía numerosos riesgos. No obstante, por el

lado externo, el mayor vigor que parece registrar la economía internacional, así como las condiciones financieras globales favorables, son elementos de apoyo para la recuperación económica de México. Por el lado interno, la presencia de tasas de interés históricamente bajas, favorecidas por la conducción de la política monetaria, también deberán contribuir a la reactivación de la economía.

En este contexto, la disciplina fiscal y monetaria, aunadas a reformas en el ámbito financiero y de la seguridad social, han ejercido un efecto benéfico sobre el desarrollo de los mercados nacionales de capital. Hemos atestiguado que, en el lapso de algunos años, los mercados mexicanos de capital han ganado en profundidad y liquidez, mientras que el horizonte de vencimientos se ha extendido. La mayor solidez del sistema financiero mexicano ha sido un elemento fundamental para que el consumo privado no haya perdido fortaleza durante el actual ciclo económico, pues el creciente financiamiento disponible ha permitido superar restricciones de liquidez.

De la misma forma, un sistema financiero sólido será importante para favorecer la expansión de la inversión privada en el escenario anticipado. De hecho, se han registrado importantes emisiones de títulos a largo plazo y en moneda nacional por parte del sector privado, permitiendo que fortalezcan sus balances en términos de plazo y denominación. Así, y dadas las reducidas tasas de interés, el sector privado se encuentra en una mejor posición financiera para incrementar su inversión.

Ahora bien, es importante ahondar en el escenario macroeconómico previsto en el futuro inmediato. Debe destacarse que, aun gozando de las condiciones propicias, el panorama macroeconómico inercial previsto para 2004 no contempla un crecimiento económico lo suficientemente robusto como para mejorar de forma sustancial el bienestar de la sociedad mexicana. Un crecimiento del PIB real de entre 3.0 y 3.5 por ciento en 2004 significa que ya habrían sido cuatro años en los cuales la economía de México crece por debajo de su potencial, impidiendo de esta forma generar los empleos necesarios, así como atacar la pobreza y atender los rezagos sociales con el vigor deseado. Por ello, resulta impostergable tomar las acciones necesarias para incrementar el dinamismo de la economía mexicana. Las reformas estructurales cumplen dicho propósito, pues en la medida en que incrementen la flexibilidad y capacidad de respuesta de la economía mexicana, abrirían nuevas oportunidades de desarrollo económico.

Al final de cuentas, la reforma estructural tiene implicaciones tanto para el crecimiento económico como para la inflación sostenible en el mediano plazo. En primer lugar, en la medida en que las reformas permitan incrementar la rentabilidad de la inversión, se estimula la formación de capital, el aumento de la productividad y el crecimiento económico que el país requiere. A su vez, este desarrollo se vería acompañado por un incremento duradero de los salarios reales y del nivel del empleo, coadyuvando a combatir la pobreza y la desigualdad de la distribución del ingreso. En consecuencia, queda claro que la instrumentación de las reformas podrían estimular un crecimiento más alto de la economía mexicana inclusive en el corto plazo (2004), y no se diga incrementar su potencial de largo plazo. En segundo lugar, la mayor flexibilidad y productividad que se busca con las reformas estructurales, también permitirían sostener con mayor facilidad el objetivo de largo plazo establecido para la tasa de inflación.

De la misma forma, reformas que mejoren el entramado institucional de la economía, tendrían efectos similares. Modificaciones a la normatividad que reduzcan la incertidumbre jurídica y regulatoria de muchas actividades, y que generen los incentivos adecuados para distintos agentes económicos, redundarían en mayor confianza para destinar recursos hacia el ahorro e inversiones productivas. Lo anterior sugiere que el fortalecimiento de las instituciones debe ser un proceso continuo, abarcando las reglas del juego que dictan nuestras relaciones económicas en todos los ámbitos de la vida nacional.

En suma, para materializar y consolidar el potencial de la economía mexicana, es necesario modernizarla. Acciones como las reformas estructurales que se discuten actualmente, así como una mayor desregulación de la economía, permitirían una mejor adaptación de México a un ambiente cada vez más competido en el concierto internacional. El entorno del comercio global ha cambiado con rapidez en los últimos años, con la entrada de una economía tan grande y tan dinámica como la china a la Organización Mundial del Comercio. La sola presencia de China como el competidor emergente más importante a nivel mundial representa un reto mayúsculo para México y el resto de las naciones emergentes. Asimismo, también es un hecho que los costos de transporte se han reducido enormemente a nivel global, al tiempo que la limitada infraestructura de México en dicha materia dificulta que aquí se observen cabalmente los ahorros por concepto de transporte. Así, mientras que otros países han respondido a estos retos incrementando la productividad y la flexibilidad de su economía, invirtiendo en infraestructura y escalando en las cadenas de valor, nuestro país se ha rezagado. Dicho rezago no sólo es un

fenómeno estadístico, sino que se traduce en la pérdida de mercados internacionales, en la falta de competitividad de muchas empresas y en la dificultad para generar fuentes de trabajo.

Como lo demuestra la experiencia internacional, sólo un entorno de estabilidad, aunado a un marco institucional propicio para fomentar la inversión y elevar la competitividad de las empresas y la productividad de los trabajadores, hacen posible que un país se inserte exitosamente en el actual panorama económico mundial. Por ello, como en informes anteriores, el Banco de México reitera la necesidad de alcanzar los acuerdos para la instrumentación del cambio estructural que nuestro país requiere.

Finalmente, el Banco de México considera que se avizora la convergencia de la inflación general con el objetivo establecido para el cierre del año. Cabe destacar que el objetivo de inflación se fijó en 3 por ciento (con un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual) para el largo plazo. Dicho objetivo operará en forma continua y no se aplica sólo a la inflación para el cierre del año. El intervalo de variabilidad tiene como propósito delimitar un espacio para acomodar tanto choques positivos como negativos sobre los precios relativos. Así, resulta conveniente considerar a la meta de inflación, más que una meta precisa en determinado momento en el tiempo, como un objetivo promedio a lo largo de un ciclo.

En este sentido, debe enfatizarse que la convergencia de la inflación hacia su objetivo para 2003, considerando su intervalo de variabilidad, no es garantía de que se hubiese consolidado en definitiva la estabilidad de precios en nuestro país. Este logro no sería sino el primer paso de un largo camino por recorrer, en el que se requiere de varios años de baja inflación para que la sociedad perciba que ésta ha sido erradicada. Por ello, una vez que la inflación alcance su nivel objetivo, el Instituto Central tendrá que continuar vigilando la evolución de la inflación con el propósito de afianzar la estabilidad. En consecuencia, el diseño y la conducción de la política monetaria estarán orientadas a mantener la inflación general en su objetivo de largo plazo, lo que implica la mejor aportación del banco central al desarrollo económico.

VI. Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria en 2004

La Junta de Gobierno del Banco de México determinó que a partir de enero de 2003 y en años subsecuentes, los anuncios de sus decisiones sobre las acciones de política monetaria tendrían lugar en fechas preestablecidas y que éstas se anunciarían en el Informe sobre la Inflación correspondiente al tercer trimestre del año anterior. Por ello, a continuación, se presenta el calendario para los anuncios de política monetaria, los boletines de prensa mensuales sobre la política monetaria y los Informes sobre la Inflación correspondientes a 2004.¹⁹

Cuadro 13

Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria, Publicación de Boletines de Prensa sobre la Política Monetaria e Informes sobre la Inflación en 2004

Mes	Anuncios de Política Monetaria	Publicación de Boletines de Prensa	Publicación del Informe sobre la Inflación
Enero	9 y 23	23	28 ^{1/}
Febrero	6 y 20	20	
Marzo	12 y 26	26	
Abril	7 ^{2/} y 23	23	28
Mayo	14 y 28	28	
Junio	11 y 25	25	
Julio	9 y 23	23	28
Agosto	13 y 27	27	
Septiembre	10 y 24	24	
Octubre	8 y 22	22	27
Noviembre	12 y 26	26	
Diciembre	10	10	

1/ Incluye el Programa Monetario para 2004.

2/ Corresponde al día hábil inmediato anterior al que resultaría de aplicar los lineamientos para la determinación de las fechas en las que se realizarían los anuncios de política monetaria.

¹⁹ En el Informe sobre la Inflación Julio-Septiembre 2002 se presentan los criterios y lineamientos para la determinación de las fechas en las que se realizarán los anuncios de política monetaria y la publicación de los boletines mensuales de prensa.