

VOLUMEN II**CONTINUACION DE LA SESION No. 12
DEL 1o. DE OCTUBRE DE 2002****BANCO DE MEXICO****POLITICA MONETARIA****INFORME SOBRE EL PRIMER SEMESTRE DE 2002**

Junta de Gobierno.— Gobernador, Guillermo Ortiz Martínez.— Subgobernadores: Everardo Elizondo Almaguer, Guillermo Güémez García, Jesús Marcos Yacamán y José Julián Sidaouidib.

El artículo 51 de la Ley del Banco de México contiene disposiciones para conciliar la autonomía del Instituto Central con la necesaria rendición de cuentas sobre su gestión. La fórmula que el Legislativo ha considerado más apropiada para dicho fin es la presentación por el Banco Central de informes sobre sus políticas y actividades. El artículo citado señala en su fracción II, que en septiembre de cada año este Instituto Central enviará al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión, un informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio de que se trate.

En cumplimiento de lo anterior y por acuerdo de la Junta de Gobierno de este Instituto Central tomado conforme a lo previsto en la fracción IX del artículo 46 de la Ley que lo rige, este Banco de México envía al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión el presente informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio comprendido del 1° de enero al 31 de diciembre de 2002.

En apego al ordenamiento legal, este informe se concentra en las acciones de política monetaria instrumentadas durante el semestre. Cabe mencionar que dichas acciones fueron oportunamente reseñadas en los Informes sobre la Inflación del primero y segundo trimestres del presente año.

I. Introducción

Según el mandato constitucional del Banco de México, el objetivo prioritario de la política monetaria es la procura-

ción de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

Durante los últimos años la política monetaria del Banco de México ha evolucionado hacia un esquema de objetivos de inflación. En dicho esquema tienen un papel fundamental el anuncio de las metas explícitas de inflación para el mediano y largo plazos y la estrecha comunicación del banco central con la sociedad. El régimen monetario vigente se basa en la aplicación de medidas discrecionales de política monetaria con el fin de alcanzar los objetivos de inflación propuestos. La adopción definitiva del enfoque se anunció formalmente en el Programa Monetario para 2001.

En el Programa Monetario para 2002 se señalaron los principales elementos de la referida estrategia, a saber:

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

Se ratificó como meta para el cierre del año lograr una inflación que no exceda de 4.5 por ciento y como la meta de mediano plazo alcanzar al cierre del año 2003 una inflación de aproximadamente 3 por ciento. Estos son los objetivos que han guiado la conducción de la política monetaria durante el año en curso. Como complemento de esta estrategia, en julio del presente año la Junta de Gobierno anunció el objetivo de largo plazo. Ello, con el fin de facilitar las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos, así como la determinación de los precios y salarios.

En México, la conducción de la política monetaria se lleva a cabo en un entorno en el cual tanto el tipo de cambio co-

mo las tasas de interés se determinan libremente en los mercados financieros. En este contexto, el Banco de México, al igual que la mayoría de los bancos centrales del mundo, garantiza antes que nada que no generará ni excesos ni faltantes de oferta de base monetaria. Con esa finalidad, ajusta diariamente la oferta de dinero primario de forma tal que ésta corresponda con su demanda.

Con el objeto de enviar señales sobre sus intenciones de política monetaria, el Banco de México da a conocer diariamente el nivel al que pretende llevar al término del periodo de medición el “saldo acumulado diario total” de las cuentas corrientes que la banca mantiene en el propio Instituto Central. Un objetivo de saldos acumulados negativo, o sea un “corto”, señala la intención del Banco Central de no proporcionar a la banca todos los recursos demandados a tasas de interés de mercado. Este tipo de acción por parte del Banco Central obliga a alguna o a varias instituciones de crédito a obtener una fracción de los recursos requeridos a través del sobregiro en sus cuentas corrientes. Esto último, haciendo abstracción de otras influencias, induce una elevación de las tasas de interés, ya que las instituciones tratan de evitar pagar la elevada tasa que se cobra por los sobregiros que se producen en el saldo acumulado al finalizar el periodo de cómputo. La circunstancia descrita envía al mercado una señal de que el Banco de México ha adoptado una postura restrictiva de política monetaria.

El “corto” es el instrumento que utiliza el Banco de México para inducir los movimientos de las tasas de interés necesarios a fin de estar en posición de alcanzar los objetivos de inflación propuestos. El “corto” ha resultado un instrumento muy eficaz en cuanto a permitir una distribución espontánea del efecto causado por las perturbaciones externas entre el tipo de cambio y las tasas de interés. Además, la utilización de este mecanismo ha contribuido de manera significativa al proceso de desinflación, ya que las tasas de interés nominales y reales han reaccionado de manera ágil tanto a las modificaciones del instrumento como a las desviaciones de la inflación esperada con respecto al objetivo.

Las acciones de política monetaria que aplica un banco central inciden sobre la inflación con un rezago considerable y con un grado de incertidumbre importante. Es por ello que para alcanzar las metas propuestas, la autoridad monetaria debe actuar con apoyo en una evaluación muy cuidadosa de las perspectivas inflacionarias.

Si de tal análisis se desprende que el pronóstico de la inflación es incongruente con los objetivos, el banco central

deberá modificar la postura de la política monetaria para inducir un cambio de dirección en el proceso inflacionario. Este tipo de intervención preventiva disminuye los costos del proceso de reducción de la inflación. Por tanto, el Banco de México debe realizar permanentemente una evaluación de las presiones inflacionarias y actuar con oportunidad cuando se presenten incongruencias entre las metas y los pronósticos. Asimismo, mientras más claras y transparentes sean las acciones de la autoridad monetaria su efectividad se incrementará y el costo del proceso desinflacionario será más reducido. Para el análisis detallado de la evolución de las presiones inflacionarias, debe darse un seguimiento especial a las variables que se indican a continuación:

- (a) entorno externo y tipo de cambio;
- (b) salarios, revisiones salariales contractuales y costos unitarios de la mano de obra;
- (c) empleo e indicadores de desempleo;
- (d) oferta y demanda agregadas;
- (e) tasas de interés e indicadores del riesgo país;
- (f) finanzas públicas;
- (g) precios administrados y concertados por el sector público;
- (h) fenómenos transitorios que afectan a la inflación; y
- (i) agregados monetarios y crediticios.

Con base en un seguimiento cuidadoso de estas variables puede estudiarse el comportamiento reciente de la inflación y de las presiones inflacionarias de mediano plazo. Dicho análisis se hace del conocimiento público a través de los distintos informes y boletines de prensa del Instituto Central. De esta forma, el público cuenta en todo momento con los elementos necesarios para estudiar las acciones de la Junta de Gobierno del Banco de México y evaluar los impactos que éstas tendrán sobre la economía y los mercados financieros. Asimismo, a través de estos documentos, los analistas y el público en general se encuentran en posibilidad de anticipar las acciones que el Banco Central podría emprender en el futuro, disminuyendo así una fuente adicional de incertidumbre en la economía.

En la siguiente sección se esboza la evolución que tuvieron las principales variables macroeconómicas durante el primer semestre del año. Posteriormente se describen las acciones de política monetaria en el periodo. En esta ocasión se incluye una cuarta sección que describe el objetivo de inflación de largo plazo.

Por último, se identifican los factores de riesgo que previsiblemente pudieran alterar el curso de los precios y la posible reacción de la política monetaria de materializarse alguno de ellos.

II. Entorno Económico en el Primer Semestre

Para lograr una conducción exitosa de la política monetaria bajo el régimen de objetivos de inflación, se hace necesario que el análisis sobre la evolución de la economía se enfoque principalmente a sus repercusiones sobre la trayectoria de la inflación. A continuación, se examina en primer lugar la evolución del entorno internacional. Ello es relevante ya que, a través de sus efectos sobre las cuentas externas del país, incide en la determinación del tipo de cambio, la producción, la demanda agregada y los precios. Luego, se revisa la trayectoria de los salarios y de la productividad. Estos son factores causales directos de los costos unitarios de la mano de obra, los cuales se han constituido en una influencia significativa sobre el proceso inflacionario. En el siguiente inciso se describe la evolución de la demanda y de la oferta agregadas. El análisis de dichas variables permite identificar las presiones inflacionarias que se derivan de los excesos de demanda agregada. Estos últimos también se manifiestan en el resultado de la cuenta corriente, la cual se estudia por separado, y cuya exploración viene acompañada de la que corresponde a los rubros que integran la cuenta de capital. Finalmente, se reporta la evolución de la inflación medida a través de los distintos índices de precios.

Durante el primer trimestre las variables externas tuvieron un comportamiento favorable: i) el precio de la mezcla mexicana de crudo de exportación aumentó, ii) se registró un repunte de la actividad económica en los Estados Unidos, iii) mejoró la percepción del riesgo país de México, iv) se presentaron indicios del fin de la desaceleración económica en la Unión Europea y v) se observó un repunte moderado de la economía de Japón.

En contraste, las principales variables externas que influyen sobre el desempeño de la economía mexicana tuvieron un comportamiento mixto durante el segundo trimestre. Si

bien las variables reales mostraron una evolución relativamente favorable, la de los mercados financieros internacionales fue poco propicia y hacia el final del periodo asomaron nuevos signos de incertidumbre en estos mercados. Por otra parte, el comportamiento de los indicadores de la actividad económica en los Estados Unidos no fue uniforme, pues mientras algunas variables continuaron mejorando otras mostraron escaso vigor. En balance, la evidencia proveniente del sector real indicaba que la recuperación de la economía de aquel país seguía en marcha, aunque no era tan robusta como se esperaba. Por añadidura, las noticias más recientes provenientes de los mercados financieros estadounidenses han sido preocupantes y podrían afectar la recuperación de dicha economía. Finalmente, en el segundo trimestre se deterioraron las perspectivas en América Latina, especialmente en lo que se refiere a los países del Mercosur.

Durante el semestre enero-junio las remuneraciones nominales por trabajador¹ tuvieron una variación anual promedio en un intervalo de 7.9 a 11.1 por ciento, lo cual implicó incrementos reales de 3 a 6 por ciento. Para el mismo periodo, en el caso de la industria manufacturera el incremento de la productividad resultó más que suficiente para compensar el alza que experimentaron los salarios reales. Esto no ocurrió en la industria maquiladora y en el sector comercio y, por tanto, los costos unitarios crecieron.

En el primer semestre de 2002 se detectó una modesta mejoría de las condiciones prevalecientes en el mercado laboral. Por un lado, el empleo comenzó a mostrar un ligero aumento después de haber sufrido fuertes caídas durante 2001. La serie desestacionalizada del número de trabajadores permanentes y eventuales urbanos asegurados en el IMSS aumentó en aproximadamente 81 mil personas, mientras que la tasa de desempleo abierto experimentó una disminución pequeña. Es importante señalar que el aumento del empleo formal resultó insuficiente para proporcionar fuentes de trabajo para los nuevos entrantes a la fuerza laboral. En consecuencia, siguió ampliándose el déficit de empleos en relación con las necesidades derivadas del crecimiento de la fuerza laboral. Por tanto, es de suponerse que un gran número de personas pasó a formar parte del sector informal.

Por otra parte, el crecimiento nominal de los salarios contractuales disminuyó a niveles entre 5.8 y 6.5 por ciento.

¹ Sin considerar a la construcción.

Sin embargo, estas tasas son todavía elevadas dada la holgura prevaleciente en el mercado laboral. Lo anterior ha limitado la recuperación de la ocupación. Para generar empleos a una tasa congruente con la expansión de la fuerza laboral y comenzar a recuperar los puestos de trabajo que se perdieron en 2001, es necesario que continúen atenuándose los aumentos salariales para hacerlos más acordes con la situación del mercado laboral.

Durante el primer trimestre de 2002 surgieron signos de una recuperación de la actividad económica, los cuales fueron aún más notorios en el segundo. Por el lado de la oferta agregada el PIB mostró un crecimiento anual de 2.1 por ciento en el segundo trimestre, luego de que en el primero la tasa correspondiente había sido negativa. El aumento del producto en el segundo trimestre superó al que esperaba la mayoría de los analistas del sector privado. Con datos desestacionalizados el PIB se acrecentó 1.1 por ciento con relación a su nivel del trimestre precedente. El otro renglón de la oferta, las importaciones de bienes y servicios, presentó en ese periodo un aumento a tasa anual de 3.6 por ciento.

Los tres componentes principales de la demanda agregada –el consumo, la inversión y las exportaciones– también registraron en el segundo trimestre de 2002 variaciones anuales positivas, luego de que en el primero habían sido negativas. El gasto de consumo privado se expandió a una tasa de 2.9 por ciento con respecto al dato del segundo trimestre del año anterior y las exportaciones lo hicieron en 3.3 por ciento. En cuanto a la inversión privada ésta aumentó 1.3 por ciento. Por otra parte, el gasto del sector público de consumo disminuyó 1.6 por ciento a tasa anual en el segundo trimestre, mientras que el de inversión creció 13.7 por ciento.

En general, la información disponible sobre la evolución de la demanda agregada y de la producción fortalece el planteamiento de que la incipiente recuperación en el primer trimestre de 2002 adquirió fuerza en el segundo. En particular se observó que:

- (a) en junio el IGAE presentó un incremento anual, lo que representó el tercer mes consecutivo con variación anual positiva;
- (b) la producción industrial en el segundo trimestre registró una variación anual positiva;
- (c) las ventas al menudeo también aumentaron a tasa anual en el segundo trimestre;

(d) en el sector automotriz las ventas internas mostraron un avance notable en el segundo trimestre, con lo que continuó la expansión observada en el primer trimestre; y

(e) el número de trabajadores asegurados en el IMSS alcanzó en junio cinco meses consecutivos con aumento.

La incipiente recuperación del sector industrial estuvo sustentada en lo principal en el sector exportador. Así, en la etapa inicial de la recuperación de la economía de México, la contracción a tasa anual que habían experimentado las exportaciones se atenuó significativamente. Si bien un fenómeno similar se presentó por el lado de las importaciones, la debilidad de la demanda interna contribuyó a que el ajuste fuese menos intenso que en el caso de las exportaciones. Como resultado, el déficit comercial total acumulado en el primer semestre de 2002 (3,191 millones de dólares) fue menor que el registrado en el mismo periodo del año anterior (3,968 millones). Por otra parte, el déficit de la cuenta corriente en el segundo trimestre de 2002 fue de 3,005 millones de dólares y de 6,804 millones en el primer semestre.

No obstante que el desempeño conjunto de la actividad económica fue favorable en el segundo trimestre, hacia el cierre de ese periodo dicha actividad tendió a perder fortaleza. Ello fue notorio en el comportamiento en junio de algunos indicadores. Así, aunque el IGAE mostró una variación anual positiva, ésta se originó sólo por la expansión del sector servicios, mientras que la producción industrial y el sector agropecuario experimentaron variaciones anuales negativas. Por otra parte, el gasto de inversión registró una caída anual y la contracción de las importaciones de bienes de capital fue significativa. Finalmente, las ventas al menudeo disminuyeron con relación al nivel observado el mismo mes de 2001.

En el segundo trimestre el entorno externo menos favorable y el cambio en las expectativas de los inversionistas extranjeros respecto al crecimiento futuro de la economía nacional, contribuyeron a que tuviera lugar un deterioro de la percepción del riesgo país. Ello propició un aumento del costo del financiamiento externo para la economía mexicana.

La evolución durante el primer semestre de los principales índices de precios resultó congruente con el objetivo de lograr al final del año una inflación anual que no rebase 4.5 por ciento. En comparación con diciembre del año anterior,

al finalizar el primer semestre de 2002 la inflación anual general aumentó mientras que la subyacente disminuyó.

La inflación anual medida con el INPC se incrementó en el segundo trimestre de 2002 con respecto a la registrada al cierre del primero. En junio ésta resultó de 4.94 por ciento, mientras que en marzo había sido de 4.66 por ciento.

La trayectoria de la inflación anual subyacente fue favorable, ya que en el semestre bajó 1.12 puntos porcentuales, al pasar de 5.08 por ciento en diciembre a 3.96 por ciento en junio. Este resultado fue atribuible principalmente a la reducción de la inflación subyacente de las mercancías. Durante el periodo la inflación subyacente fue menor que la del INPC. (Ver gráfica 1)

El subíndice de precios agropecuarios exhibió una alta volatilidad durante el primer semestre de 2002. La inflación anual de los productos agropecuarios descendió durante los primeros dos meses del segundo trimestre, pero en junio aumentó significativamente. Asimismo, la inflación de los bienes con precios administrados registró un incremento que obedeció principalmente al alza de 11.45 por ciento que tuvo el precio del gas doméstico de diciembre de 2001 a junio de 2002. En el mismo periodo la inflación del subíndice de electricidad fue de 6 por ciento (en el año previo mostró una disminución de 11.87 en igual periodo).

Durante el primer trimestre el incremento de los precios administrados y concertados se debió al alza en las tarifas de los siguientes servicios: (i) el Metro en el DF, (ii) el transporte urbano, (iii) la electricidad residencial y (iv) las cuotas por concepto de licencias y otros documentos oficiales. (Ver cuadro 1)

La inflación subyacente de las mercancías, que en el pasado se había caracterizado por ser muy sensible a los movimientos cambiarios, disminuyó significativamente durante el segundo trimestre de 2002. Ello, aún cuando el tipo de cambio mostró una depreciación importante. Así, en junio la inflación subyacente anual de las mercancías se ubicó en 1.99 por ciento, lo que se compara favorablemente con el dato de marzo que había resultado de 2.84 por ciento. Por otro lado, la inflación subyacente de los servicios descendió marginalmente. En junio la tasa de crecimiento anual

del subíndice de precios subyacente de los servicios se ubicó en 6.81 por ciento, mientras que en marzo había sido de 7.02 por ciento.

III. La Política Monetaria Durante el Primer Semestre de 2002

El 8 de febrero de 2002 se aumentó el “corto” a 360 millones de pesos. La medida se tomó con el fin de evitar un posible deterioro de las expectativas de inflación y de prevenir la eventualidad de un contagio sobre la formación de los precios en general. Esto último, debido al impacto inflacionario derivado de la eliminación parcial del subsidio a las tarifas eléctricas residenciales que fue anunciada por el Gobierno Federal el 29 de enero y entró en vigor a partir del 8 de febrero. (Ver gráfica 2)

La acción de política monetaria instrumentada en febrero, junto con otros elementos, parece haber surtido el efecto deseado en lo concerniente a la formación de las expectativas. Por otra parte, la inflación anual subyacente descendió tanto en febrero como en marzo. Si bien la inflación anual de los servicios no había mostrado una reducción considerable durante los primeros meses del año, existían factores que permitían anticipar su moderación. Entre ellos cabe señalar los siguientes: la atenuación de los incrementos salariales contractuales, la debilidad de la actividad económica y la holgura prevaleciente en el mercado laboral.

Así, el 12 de abril la Junta de Gobierno del Banco de México decidió disminuir el “corto” de 360 a 300 millones de pesos, manteniéndolo en ese nivel durante el resto del semestre. En el periodo posterior a la disminución del “corto” ocurrieron diversos eventos externos de signo desfavorable. Estos se tradujeron en una depreciación del tipo de cambio así como en tasas de interés más elevadas. Sin embargo, al primer semestre del año en curso no se encontró evidencia de que el ajuste cambiario se hubiera manifestado en presiones sobre los precios que obstaculizaran el cumplimiento del objetivo de inflación. Como quiera, el Banco de México se mantendrá atento a la manifestación de dichas presiones, para contrarrestarlas en su caso.

El debilitamiento de la transmisión de las variaciones del tipo de cambio a los precios pudo haber obedecido a varios factores:

(a) los agentes económicos han sido más cautos para modificar sus precios, ya que el tipo de cambio experimenta movimientos en ambas direcciones;

* Los cuadros y las gráficas se encuentran al final de este documento.

(b) la debilidad que ha mostrado la demanda agregada no ha conformado un entorno propicio para trasladar al consumidor los movimientos del tipo de cambio;

(c) muchos contratos y precios se habían estipulado tomando en cuenta una mayor depreciación que la observada, por lo que al parecer ya se encontraba incorporada en un número elevado de precios; y

(d) el alza de las tasas de interés en paralelo con la depreciación del tipo de cambio.

Durante el primer trimestre de 2002, las tasas de interés internas (nominales y reales) evolucionaron de forma muy distinta a las externas. Ello es indicativo de que los cambios en las primeras estuvieron determinados en lo fundamental por fenómenos de índole nacional. Durante la última semana de enero, las tasas nominales y reales se incrementaron de forma importante, en anticipación al efecto inflacionario previsible a partir de la eliminación parcial del subsidio a las tarifas eléctricas. Los réditos subieron nuevamente en la segunda semana de febrero de forma coincidente con la modificación del “corto” que entró en vigor el 8 de febrero. El rendimiento nominal de los Cetes a 28 días aumentó 7 puntos base en promedio entre las cinco jornadas de mercado anteriores y las posteriores al aumento del “corto”. Por otra parte, el alza correspondiente en la tasa de interés nominal de los Cetes a 91 días fue de 38 puntos base. En contraste, el rendimiento del bono UMS26 se redujo 11 puntos base en el mismo periodo.

A partir de mediados de febrero, en anticipación a una evolución favorable de la inflación durante el resto de ese mes, las tasas de interés internas, tanto nominales como reales, se redujeron significativamente. Al respecto, alcanzaron a principios de la segunda semana de marzo niveles similares a los prevalecientes a mediados de enero. Sin embargo, después de ese momento se presentó un aumento temporal de las tasas de interés, aunque los niveles máximos registrados fueron menores que los observados en febrero. Esta reversión transitoria es atribuible a la influencia de dos factores. En primer lugar, a la percepción de que la evolución durante marzo del índice de precios no sería tan favorable como la conseguida en febrero, en particular por la influencia de los precios de algunos productos agropecuarios. En segundo lugar, a que por razones estacionales varias instituciones financieras esperaban presiones de liquidez asociadas a la Semana Santa. Ello condujo a que modificaran, de forma temporal, su estrategia de captación

e inversión en activos financieros. No obstante, en la medida en que se modificaron favorablemente los pronósticos sobre la evolución de la inflación y se diluyeron los efectos estacionales asociados al periodo vacacional, las tasas de interés descendieron nuevamente hacia finales del periodo. (Ver gráfica 3)

En contraste, durante el segundo trimestre la evolución de las tasas de interés internas (nominales y reales) fue muy similar a la de las externas, salvo en las fechas cercanas a la modificación del “corto” en las cuales se registró una disminución transitoria de los rendimientos de los activos denominados en pesos².

III.1. Agregados Monetarios y Crediticios

El crecimiento a tasa anual del saldo de la base monetaria durante el segundo trimestre de 2002 resultó de 15.3 por ciento en promedio, superior al observado en el trimestre precedente (14 por ciento). Esta variación, al igual que la ocurrida en el primer trimestre, fue mayor que el pronóstico publicado en el Programa Monetario, registrándose durante el semestre una desviación de 3.4 por ciento en promedio y de 5.3 por ciento a su cierre.

La evolución de la base monetaria en el semestre obedeció a un crecimiento económico mayor que el previsto y a tasas de interés más bajas. Otro factor que pudo haber incrementado la demanda de billetes y monedas fue el alza de los costos por retiro de efectivo a través de cajeros automáticos y por la expedición de cheques. (Ver cuadro 2)

En el primer semestre de 2002 los activos internacionales netos del Banco de México aumentaron 773 millones de dólares. En congruencia con lo anterior, el crédito interno neto disminuyó 21.3 miles de millones de pesos.

El saldo promedio del medio circulante (M1) creció 17.4 por ciento en términos reales en el primer semestre de 2002. Por otra parte el agregado monetario amplio (M4) se expandió a una tasa real anual de 9.2 por ciento en promedio durante ese lapso. Cabe recordar que el incremento de estos agregados estuvo influenciado por la operación de

² El rendimiento nominal promedio de los Cetes a 28 días bajó 31 puntos base entre las cinco jornadas de mercado anteriores y posteriores a la disminución del “corto”. La reducción correspondiente de la tasa de interés nominal de los Cetes a 91 días fue de 44 puntos base. En contraste, el rendimiento del bono UMS26 sólo bajó 2 puntos base en el mismo periodo.

compra de Banamex por Citigroup. En el caso de M1, la tasa de variación anual real ajustada por dicho efecto fue de 12.7 por ciento en promedio en el semestre enero-junio.

La información disponible a junio de 2002 indicaba que a pesar de que el crédito directo otorgado por la banca comercial al sector privado continuó deprimido, en el segundo trimestre éste mostró una recuperación con relación al primero. Lo anterior fue atribuible al incremento del crédito vigente, cuyo saldo a dicho mes resultó superior en 21.9 mil millones de pesos al observado al cierre de marzo.

La evolución del crédito vigente al sector privado se debió en gran medida a la expansión del crédito al consumo. A junio el saldo de crédito vigente al consumo registró una variación real anual de 33.6 por ciento. En contraste, el crédito vigente otorgado por la banca a empresas reportó una contracción real anual de 4.7 por ciento.

IV. Objetivo de Inflación de Largo Plazo

Como se ha mencionado, el componente fundamental del esquema de objetivos de inflación para la conducción de la política monetaria es el establecimiento de metas de mediano y largo plazos. Estas sirven de orientación a las acciones de política monetaria y, al mismo tiempo, proporcionan a la sociedad los parámetros necesarios para comprender y evaluar dichas acciones. Asimismo, la existencia de metas de inflación para el mediano y largo plazos brinda a la sociedad una guía sobre la evolución futura de las variables nominales, lo cual facilita las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos, así como la determinación de los precios y salarios. (Ver gráfica 4)

En el documento "Informe sobre la Inflación: Abril-Junio de 2002" se estableció formalmente la meta de inflación para el año 2003 y se definió el objetivo de inflación que guiará las acciones de política monetaria en los años subsiguientes, es decir, el objetivo de inflación de largo plazo. La Junta de Gobierno del Banco de México ha acordado que la política monetaria se conducirá con el fin de alcanzar en diciembre de 2003 una inflación anual del INPC de 3 por ciento y de mantenerla permanentemente alrededor de ese nivel.

Aunque la política monetaria se aplique con la finalidad de llegar a los objetivos planteados, su cumplimiento está sujeto a un cierto grado de incertidumbre. Por lo anterior, la

Junta de Gobierno decidió que alrededor del objetivo de inflación para diciembre de 2003 y para el largo plazo se establezca un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual.

Adicionalmente, la Junta de Gobierno acordó definir el objetivo de inflación de largo plazo en términos del INPC. Las razones que fundamentaron dicha decisión fueron las siguientes:

- (a) el INPC es el indicador del nivel general de precios mejor conocido y más utilizado por el público para medir el costo de la vida de los hogares mexicanos;
- (b) el uso reiterado de la inflación del INPC como referencia en infinidad de contratos y negociaciones está profundamente enraizado en la sociedad mexicana; y
- (c) el INPC se da a conocer oportunamente en intervalos regulares y no está sujeto a revisiones.

Los principales elementos analizados por la Junta de Gobierno del Banco de México para determinar el nivel de 3 por ciento para el objetivo de inflación de largo plazo se enumeran a continuación:

- (a) diversos estudios indican que debido a los sesgos que existen en la medición de los índices de precios, éstos tienden a sobrestimar la inflación;
- (b) la adopción de un objetivo de inflación de largo plazo demasiado bajo podría llegar a implicar incluso una variación negativa de los precios. Un objetivo de inflación de 3 por ciento permite que los ajustes de precios relativos requeridos en la economía puedan llevarse a cabo con fluidez, aun en los casos en los que algunos precios y salarios exhibieran rigideces nominales a la baja;
- (c) un objetivo de inflación demasiado reducido podría estrechar el margen de maniobra de la política monetaria ante la posibilidad de un entorno de deflación; y
- (d) las metas de inflación de los países en desarrollo se encuentran en un nivel de alrededor de 3 por ciento.

La decisión de la Junta de Gobierno en cuanto a establecer un intervalo de variabilidad alrededor de los objetivos de inflación para diciembre de 2003 y para los años subsiguientes, de más/menos un punto porcentual, se fincó en varias consideraciones:

(a) la política monetaria ejerce una influencia sobre los precios a través de varios canales indirectos, que se conocen como mecanismo de transmisión de la política monetaria. Dicho mecanismo está sujeto a rezagos considerables e indeterminación;

(b) existen algunos precios en la economía cuya determinación se ve menos influida por las acciones de la política monetaria y que están sujetos a una alta volatilidad, por lo que tienen cambios imprevisibles; y

(c) los movimientos no anticipados de los salarios y del tipo de cambio también influyen sobre la inflación. Debido a los rezagos con los que opera el mecanismo de transmisión, la política monetaria sólo está en posibilidad de revertir dichos efectos en un plazo relativamente largo.

Se considera que este intervalo resultará suficiente para abarcar en la generalidad de los casos la variabilidad a la que normalmente está expuesta la inflación anual del INPC. El intervalo descrito se determinó de acuerdo con la experiencia histórica de la irregularidad tanto de la inflación del índice subyacente como la de los subíndices del INPC no incluidos en el índice subyacente.

En el ámbito internacional la incertidumbre inherente asociada al cumplimiento de los objetivos de inflación se manifiesta en el hecho de que muchos bancos centrales que han adoptado el esquema de objetivos de inflación han especificado los de largo plazo en términos de un intervalo alrededor de los mismos.

Es muy importante reiterar que el referido espacio alrededor del objetivo de inflación de largo plazo no constituye un margen de indiferencia o de tolerancia para la autoridad monetaria. Se trata exclusivamente de representar en forma explícita la inexactitud que inexorablemente rodea al cumplimiento puntual del objetivo, debida a las múltiples perturbaciones a las que se encuentra expuesta la inflación del INPC. En otras palabras, los agentes económicos deben entender que las acciones de política monetaria del Banco de México estarán siempre encaminadas a lograr el objetivo de inflación de 3 por ciento. Sin embargo, debido a la volatilidad a la que está sujeta la inflación del INPC, en el corto plazo inevitablemente se registrarán desviaciones transitorias. Por lo general, puede suponerse que éstas se encontrarán dentro del intervalo de más/menos un punto porcentual.

El hecho de que el Banco de México establezca un objetivo de inflación de largo plazo, cuyo cumplimiento se eva-

luará de manera periódica a partir de diciembre de 2003, reviste las siguientes ventajas:

(a) fortalece el compromiso del Banco de México con la estabilidad del nivel general de precios;

(b) ofrece a la sociedad una guía útil respecto a la evolución futura de la inflación; y

(c) contribuye a que los ajustes de los precios y de los salarios se distribuyan de manera más uniforme a lo largo del año.

En estas circunstancias, el objetivo de inflación de largo plazo adquiere la función de ancla nominal del sistema.

Si bien el objetivo de largo plazo se ha especificado adoptando como referencia a la inflación del INPC, el Banco de México hará permanentemente un seguimiento cuidadoso de la evolución de la inflación subyacente y ésta se conservará como un elemento importante para las decisiones de política monetaria.

En opinión de la Junta de Gobierno, el objetivo de largo plazo de 3 por ciento para la inflación anual del INPC y el intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual a su alrededor, representan adecuadamente el concepto de estabilidad del nivel general de precios, cuya procuración por parte del Banco de México está establecida por mandato constitucional.

En los años por venir, acorde con la práctica vigente, el Banco de México comunicará al público de manera detallada y oportuna a través de los Informes sobre la Inflación los factores que han influido sobre la evolución de la inflación, así como las causas de las diferencias transitorias que se lleguen a producir respecto al objetivo.

Asimismo, en caso de que se tenga evidencia de desviaciones significativas, en cualquier dirección, de la inflación anual del INPC con respecto al objetivo de 3 por ciento, el Banco de México procurará explicar minuciosamente al público las causas de las mismas, sus consideraciones sobre la evolución de la inflación y las acciones de política monetaria que se están realizando para restablecer una trayectoria de la inflación congruente con el objetivo de largo plazo.

V. Balance de Riesgos y Conclusiones

En congruencia con lo que se anticipó en el Programa Monetario para 2002, la evolución de la economía mexicana y de la inflación durante los primeros seis meses del año estuvo condicionada por los siguientes factores:

- (a) incremento del PIB real de los Estados Unidos, aunque a un ritmo menor que el anticipado. Asimismo, en las últimas semanas se conformó un balance de riesgos que sugiere una expansión más lenta en la segunda mitad del año que la supuesta en el escenario central del Banco de México;
- (b) depreciación real del dólar respecto al euro y al yen;
- (c) repunte ligero de la demanda interna; y
- (d) volatilidad de los mercados internacionales de capital, lo cual dio lugar a una reducción de los flujos de inversión de cartera hacia México y a un deterioro de la percepción del riesgo país en América Latina.

Para lo que resta de 2002, la evolución de la economía mexicana estará previsiblemente condicionada por los factores externos ya identificados. A continuación se presentan los principales supuestos que sustentan el escenario base del Banco de México respecto a la evolución del entorno externo en el segundo semestre:

- (a) el pronóstico relativo al crecimiento económico de los Estados Unidos en 2002 se revisó a 2.7 por ciento;
- (b) se anticipa que en 2002 el precio promedio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación se ubique en alrededor de 20 dólares por barril; y
- (c) un supuesto conservador es que en el segundo semestre se mantendrán las condiciones de acceso a los mercados internacionales de capital en los términos prevalecientes durante las últimas semanas del primero. Asimismo, se prevé que el incremento de las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos se postergará hasta el inicio de 2003.

Con base en los supuestos anteriores y en la información disponible sobre la evolución de la economía mexicana en el segundo trimestre del año, se realizó un ejercicio de pronóstico de las principales variables macroeconómicas para lo que resta de 2002:

Crecimiento Económico: La estimación para 2002 es de 1.8 por ciento.

Cuenta Corriente: La expectativa de déficit de la cuenta corriente para 2002 se mantiene constante en alrededor de 3 por ciento del PIB.

Inflación: Para lo que resta de 2002 se anticipa el siguiente comportamiento de los principales índices de precios:

- (a) la inflación anual subyacente se mantendrá estable. Lo anterior respondería a que el descenso que registró en los primeros seis meses del año fue mayor que el anticipado. Asimismo, la inflación anual del índice subyacente de las mercancías ha alcanzado ya niveles muy bajos, por lo que en los próximos meses la evolución de la inflación subyacente deberá sustentarse en el descenso de la del índice de los servicios. Como es sabido, la tasa de crecimiento anual de este último índice ha experimentado ajustes a la baja de magnitud inferior a los del primero; y
- (b) debido a la relativa estabilidad que podría exhibir la inflación anual subyacente, la trayectoria de la del INPC estará condicionada principalmente por la de los subíndices que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente.

En consecuencia, es de esperarse que la inflación anual general siga presentando volatilidad.

Conviene aclarar que en el escenario central del Banco de México la inflación anual general a diciembre de 2002 resentirá la influencia desfavorable de los siguientes factores:

- (a) una inflación del subíndice de precios administrados y concertados muy superior a 4.5 por ciento;
- (b) el impacto inflacionario de la introducción del impuesto suntuario.

En el segundo semestre de 2002 la determinación de la postura de la política monetaria deberá orientarse progresivamente –en la medida en que se vayan definiendo de manera más clara los principales parámetros que condicionarán la evolución de la economía en 2003– a consolidar el entorno monetario congruente con la consecución de la meta de inflación de largo plazo en diciembre de 2003. Sin embargo, el logro de esa meta requerirá de esfuerzos importantes en los siguientes ámbitos:

(a) por el lado de la inflación subyacente, debido a que en el futuro la contribución adicional al esfuerzo desinflacionario deberá provenir en mayor medida del subíndice de los servicios (dado que la inflación anual de las mercancías ya se encuentra en niveles muy bajos), será necesaria una inflexión adicional importante de la tasa de incremento nominal de los salarios;

(b) la determinación de los precios administrados y concertados por el sector público necesita ser congruente con el objetivo de inflación de largo plazo; y

(c) el subíndice de los precios agropecuarios deberá tener un comportamiento en línea con el objetivo. Lo anterior podrá cumplirse en ausencia de fenómenos climatológicos adversos, tanto a nivel nacional como internacional, que pudieran afectar los precios internos y externos de dichos productos.

Los riesgos a los que está sujeto el escenario base delineado para lo que resta de 2002 y para 2003, son sustancialmente mayores que los visualizados en otros trimestres. Ello obedece principalmente a la gran incertidumbre que existe actualmente en cuanto a la evolución de la economía mundial y a la volatilidad que han experimentado los mercados financieros en el mundo.

Entre los principales riesgos externos que se perciben cabe destacar los siguientes:

(a) que la economía de los Estados Unidos no se recupera en la segunda mitad del año de acuerdo a lo previsto en el escenario base;

(b) que tuviera lugar una corrección aún más pronunciada de la cotización dólar/euro; y

(c) que ocurriera una importante contracción adicional de los flujos de capital a los mercados emergentes.

Los principales elementos internos de riesgo que alterarían el escenario base del Banco de México se comentan a continuación:

(a) respecto a la evolución de la inflación, el principal riesgo en los próximos meses, es que se produjera una trans-

misión significativa de la depreciación cambiaria a los precios, a las expectativas de inflación y a las negociaciones salariales; y

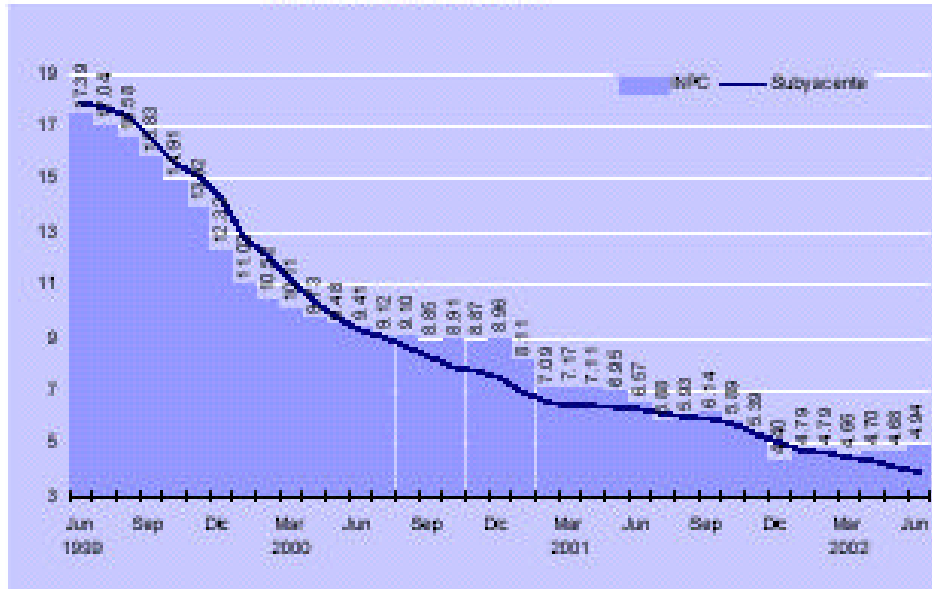
(b) un deterioro mayor de las expectativas de expansión de mediano plazo causado por una percepción desfavorable sobre el futuro de la agenda de reforma estructural y por la tensión política que ha llevado a la falta de acuerdos.

De tener lugar una transmisión más intensa de los movimientos cambiarios a los precios, sería necesaria la aplicación de una política monetaria más restrictiva para alcanzar las metas propuestas. La reacción de la política monetaria en una dirección restrictiva también tendría lugar de concretarse el segundo elemento de riesgo y ocurrir una depreciación del tipo de cambio asociada con una contaminación del proceso inflacionario.

Por otra parte, la prolongación de desacuerdos a nivel político podría representar un obstáculo persistente al avance de las reformas estructurales pendientes. Lamentablemente, ello entorpecería el flujo de la inversión, tanto nacional como extranjera, e induciría una mayor volatilidad de las tasas de interés y del tipo de cambio. Estos fenómenos acentuarían las dificultades propias de un entorno mundial caracterizado por la incertidumbre. En tal caso, las perspectivas de crecimiento de la economía nacional se verían afectadas, perjudicándose en consecuencia los incrementos de la productividad, la creación de empleos y la mejoría del salario real. En suma, en la compleja coyuntura actual, resulta de importancia clave lograr pronto consensos que permitan acelerar el proceso de modernización económica.

Finalmente, cabe destacar que, aún en el escenario central, el logro del objetivo de inflación de largo plazo al cierre de 2003 es una meta ambiciosa. Durante los próximos meses, la Junta de Gobierno del Banco de México continuará evaluando el desenvolvimiento de los principales determinantes de la inflación para lo que resta de 2002 y para 2003. Con base en la evolución de esos factores y, por ende, de las presiones inflacionarias de corto y largo plazos, se determinarán las acciones de política monetaria que se juzguen necesarias para alcanzar los propósitos planteados.

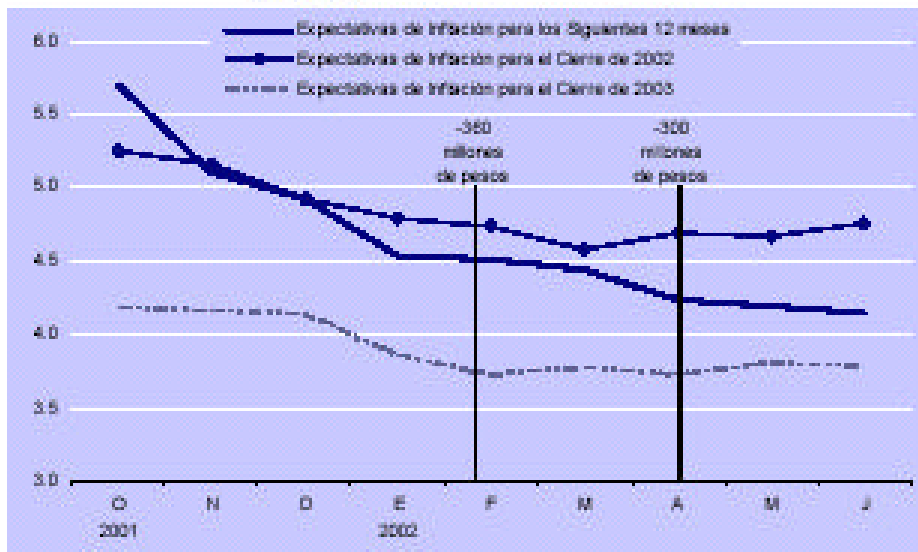
Gráfica 1 Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



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

	Variaciones anuales			Variaciones trimestrales		
	Jun 2002/ Jun 2001	Mar 2002/ Mar 2001	Dic 2001/ Dic 2000	Jun 2002/ Mar 2002	Mar 2002/ Dic 2001	Dic 2001/ Sep 2001
INPC	4.94	4.56	4.40	1.24	1.37	0.97
Subyacente	3.96	4.54	5.08	0.71	1.67	0.78
Mercancías	1.99	2.84	3.85	0.20	1.01	0.46
Servicios	6.81	7.02	6.87	1.43	2.61	1.26
Agropecuarios	5.15	2.85	1.35	5.27	-4.95	0.10
Frutas y Verduras	12.82	0.06	-5.97	16.34	-11.38	-1.04
Carnes y Huevo	0.42	4.56	6.84	-1.25	-0.71	0.86
Educación	13.16	13.61	14.02	0.20	0.98	0.05
Administrados y Concertados	6.93	4.58	2.21	0.95	4.51	2.45
Administrados	7.27	1.35	-1.26	1.00	4.73	4.83
Concertados	6.66	7.28	5.13	0.91	4.34	0.66

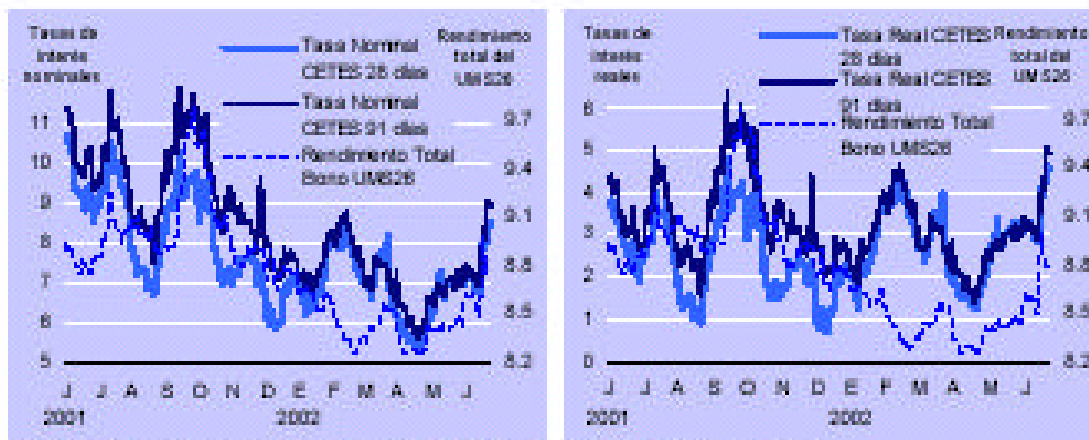
Gráfica 2 Expectativas de Inflación y Objetivo de Saldos Acumulados ("Corto")



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

Gráfica 3 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales^U y Rendimiento Total del Bono UM526

Por ciento



^U Tasas de interés reales deflacionadas por las expectativas de inflación para los siguientes 12 meses.

Cuadro 2 Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
Millones

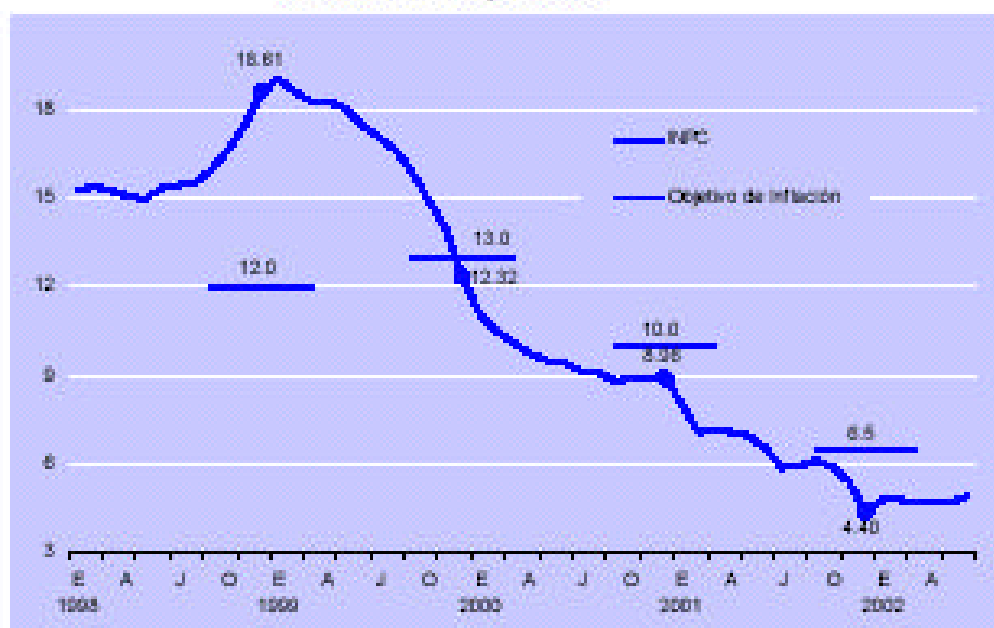
	Saldos		Flujos efectivos enero - marzo	Flujos efectivos abril - junio	Flujos efectivos acumulados ^{1/}
	Al 31 Dic. 2001	Al 30 Jun. 2002	2002	2002	al 30 de junio de 2002
(A) Base Monetaria (Pesos)	225,580	211,893	-9,272	-4,416	-13,688
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{2/}	411,315	454,325	13,497	-5,838	7,660
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	44,857	45,630	1,453	-680	773
Variación de Activos Internacionales Netos			1,453	-680	773
<i>Pemex</i>			3,362	202	3,664
<i>Gobierno Federal</i>			-2,004	-1,856	-3,860
<i>Otros</i>			75	874	949
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{3/}	-185,735	-242,432	-22,769	1,422	-21,347
Memorándum:					
(D) Reserva Internacional (Dólares) ^{2/}	40,880	42,723	1,349	494	1,843

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. La diferencia entre los saldos de activos internacionales netos expresados en moneda nacional no corresponde al concepto de flujos efectivos, debido a que los saldos se valúan al tipo de cambio del día. Esta consideración también explica que las diferencias entre los saldos de crédito interno neto no sean iguales a los flujos efectivos reportados.

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.

Gráfica 4 Índice Nacional de Precios al Consumidor y Objetivo de Inflación
Variación anual en por ciento



INFORME SOBRE LA INFLACION

Enero-Marzo 2002

Junta de Gobierno.— Gobernador, Guillermo Ortíz Martínez.— Subgobernadores: Everardo Elizondo Almaguer, Guillermo Güémez García, Jesús Marcos Yacamán y José Julián Sidaouidib.

Advertencia

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 24 de abril de 2002. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

INDICE

I. Introducción

II. Evolución Reciente de la Inflación

II.1. Comportamiento de los Distintos Indicadores de la Inflación

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

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

II.1.3. Índice Nacional de Precios Productor

II.1.4. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación

II.2. Principales Determinantes de la Inflación

II.2.1. Entorno Externo

II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo

II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

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

II.2.5. Precios Administrados y Concertados

II.2.6. Resumen

III. La Política Monetaria Durante el Primer Trimestre de 2002

III.1. Acciones de Política Monetaria

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

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

III.2.2. Agregados Monetarios

III.2.3. Financiamiento al Sector Privado

IV. Perspectivas del Sector Privado

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

IV.2. Expectativas sobre la Inflación

V. Balance de Riesgos y Conclusiones

I. Introducción

Durante el primer trimestre de 2002 la economía de los Estados Unidos, experimentó un crecimiento mucho mayor que el previsto. En consecuencia, la expectativa de expansión para el presente año se ha revisado al alza. Si bien en México la evidencia respecto a una recuperación no ha sido tan contundente como en los Estados Unidos, también se han presentado señales que apuntan en esa dirección. Asimismo, durante el periodo la oferta de capitales del exterior resultó suficiente para financiar sin dificultad el déficit de la cuenta corriente, por lo que mejoró la percepción del riesgo país y el tipo de cambio se apreció.

La debilidad de la economía y la apreciación del tipo de cambio fueron factores que coadyuvaron a que la inflación se mantuviera en una tendencia compatible con el logro del objetivo de mediano plazo. Evidencia de ello fue que la inflación subyacente anual continuó descendiendo durante el trimestre analizado en este Informe, situándose en un nivel cercano al objetivo acordado para la inflación general en 2002.

Sin embargo, en el periodo enero-marzo tuvo lugar un repunte de la tasa de crecimiento anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). Ello, como había advertido el Banco de México al inicio del año, fue reflejo prin-

principalmente de dos factores. En primer lugar, la inflación anual de los bienes agropecuarios se incrementó, debido en parte a un efecto estadístico. Aunque la desinflación acumulada por dichos bienes en el trimestre fue pronunciada, resultó menor que la observada en el mismo lapso del año anterior. En segundo lugar, la inflación de los bienes administrados y concertados por el sector público aumentó de forma importante de diciembre de 2001 a marzo de 2002. Al evitarse, mediante la ampliación preventiva del "corto", que los incrementos en estos últimos precios tuvieran un efecto alcista sobre las expectativas de inflación y la determinación de otros precios en la economía, cabe esperar que su impacto sobre la inflación anual se disipe a principios del próximo año. Ello, por tratarse de modificaciones de una sola vez a los precios y no de cambios permanentes en su ritmo de crecimiento. Al absorberse los efectos del ajuste en los precios administrados y concertados y contrarrestarse los movimientos volátiles de los precios agropecuarios, es razonable prever que la inflación del INPC convergerá rápidamente hacia la tendencia indicada por la subyacente.

Para lo que resta del año se anticipa que el vigor de la economía de los Estados Unidos se irá reflejando progresivamente en un mayor crecimiento económico en México. Por ello, el Banco de México ha revisado al alza su pronóstico de crecimiento del PIB real, de 1.5 por ciento en enero a 1.8 por ciento a la fecha de publicación de este Informe. Asimismo, se considera que la evolución de la economía y la postura actual de la política monetaria son congruentes con la meta de alcanzar al cierre de 2002 una inflación del INPC que no exceda de 4.5 por ciento.

Los principales factores de incertidumbre a los que se encuentra sujeta la economía mexicana están relacionados con lo siguiente: i) una expansión económica más débil que la esperada en los Estados Unidos; ii) un impacto de la recuperación en los Estados Unidos sobre el crecimiento económico de México menor que el pronosticado; y iii) un incremento sustancial en las tasas de interés internacionales que causara una contracción de los flujos de capital hacia México.

II. Evolución Reciente de la Inflación

La trayectoria de la inflación anual durante el trimestre enero-marzo de 2002 resultó a grandes rasgos acorde con lo previsto en el anterior Informe sobre la Inflación. Así, medida con el INPC aumentó, mientras que la subyacente

continuó disminuyendo. No obstante lo señalado, la evolución de ambos índices fue congruente con el objetivo de alcanzar, al final del año, una inflación menor que 4.5 por ciento. En el periodo de análisis destacaron los resultados siguientes:

(a) La inflación anual del INPC resultó superior en 0.26 puntos porcentuales respecto a su nivel de cierre del trimestre anterior. Por otra parte, en el mismo lapso la inflación subyacente disminuyó 0.54 puntos porcentuales.

(b) La inflación anual subyacente de las mercancías se redujo. En cuanto a la de los servicios, en los primeros dos meses del trimestre ésta experimentó un repunte, el cual se revirtió parcialmente en marzo.

(c) El impuesto sobre la venta de bienes y servicios suvatuarios tuvo un impacto limitado sobre la inflación.

(d) La inflación de los precios agropecuarios exhibió una alta volatilidad. Además, su contribución a la inflación anual del INPC experimentó un incremento.

(e) La inflación anual del subíndice de los precios administrados y concertados registró un aumento importante. Ello se explica por el alza pronunciada que tuvieron los precios del Metro en el Distrito Federal, el transporte urbano, la electricidad, y las cuotas por concepto de licencias y otros documentos oficiales.

Así, el repunte de la inflación anual medida por el INPC durante el trimestre fue un reflejo de la volatilidad que caracteriza a los precios de los bienes y servicios que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente. Ello confirma la relevancia que ha venido adquiriendo el índice de precios subyacente como indicador de la tendencia de la inflación. Cabe señalar, que el descenso que presentó la inflación anual del índice subyacente fue en buena medida consecuencia de la apreciación del tipo de cambio, fenómeno que contribuyó a limitar el alza de los precios de las mercancías.

II.1. Comportamiento de los Distintos Indicadores de la Inflación

En la presente sección se examina el desempeño, durante el primer trimestre de 2002, de los principales índices de precios que calcula el Banco de México.

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

Al cierre del trimestre reportado el crecimiento del INPC fue de 4.66 por ciento. Este resultado implicó un incremento de 0.26 puntos porcentuales con respecto al observado al final del trimestre anterior (Gráfica 1). Dado que en diciembre de 2001 la inflación del INPC experimentó una baja acentuada, resulta conveniente, a fin de identificar la tendencia de este indicador, comparar la inflación promedio durante el primer trimestre de 2002, que fue de 4.75 por ciento, con el promedio registrado en el trimestre anterior, que se ubicó en 5.23 por ciento. (Ver gráfica 1)

En contraste con la evolución que tuvo el INPC, la inflación del índice subyacente mantuvo una trayectoria descendente, ubicándose en marzo de 2002 en 4.54 por ciento. Por tanto, se redujo 0.54 puntos porcentuales en relación con la de diciembre de 2001 (Gráfica 1).

La tasa de crecimiento anual del subíndice de los precios de los bienes agropecuarios, así como la de los bienes con precios administrados y concertados, se situó en marzo en un nivel más elevado que al término del trimestre anterior (Cuadro 1). El notable incremento en la inflación de los precios de los productos agropecuarios obedeció en alguna medida a un efecto estadístico. Este provino del hecho de que la desinflación acumulada por los precios de dichos bienes durante el trimestre, aunque pronunciada, resultó con todo menor que la de igual periodo del año pasado. La inflación de los bienes y servicios con precios concertados aumentó de manera importante de diciembre de 2001 a marzo de 2002. Ello fue atribuible al significativo incremento que se aplicó a las tarifas del Metro en el Distrito Federal, al transporte urbano y a las cuotas de licencias y otros documentos oficiales. En cuanto a la inflación de los bienes con precios administrados por el sector público, su aumento reflejó la elevación de las tarifas eléctricas, lo cual fue parcialmente compensado por la reducción en el precio del gas doméstico. (Ver cuadro 1)

La inflación subyacente de las mercancías disminuyó significativamente en el periodo de análisis. El principal factor causal fue la apreciación del tipo de cambio. Por el contrario, la inflación subyacente de los servicios mostró un ligero repunte y continúa ubicándose en un nivel superior a la de las mercancías (Gráfica 2). Ello provino del im-

pacto que tuvo el nuevo impuesto sobre la venta de bienes y servicios suntuarios, ya que afectó al alza a los precios de los restaurantes, bares y similares, centros nocturnos y cantinas, los cuales tienen una ponderación elevada en el subíndice de precios subyacente de los servicios. Asimismo, aunque la tasa de crecimiento de los salarios contractuales nominales se ha moderado, dicho ajuste no se ha manifestado en igual grado en la inflación de este subíndice. Cabe señalar, que el repunte que resintió la inflación subyacente de los servicios en enero y febrero de 2002 se revirtió parcialmente en marzo. (Ver gráfica 2)

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

En enero, febrero y marzo de 2002 la inflación resultó respectivamente de 0.92, -0.06 y 0.51 por ciento. A pesar del importante incremento que mostró la variación del INPC en enero de 2002, en comparación con el resultado de igual mes de 2001, la tendencia estadística registró un descenso significativo. Ello encuentra explicación en la acentuada baja que experimentó la inflación mensual tanto en el cuarto trimestre del año pasado como en febrero de 2002 (Ver gráfica 3).

La diferencia entre la inflación esperada por los analistas del sector privado al inicio del trimestre y la observada no exhibió un patrón claro (Cuadro 2). La diversidad de estos resultados es un reflejo de la volatilidad propia de ciertos componentes que integran al INPC. Ello resalta la importancia que tiene la inflación subyacente para la evaluación del proceso de estabilización de los precios que está teniendo lugar en la economía. (Ver cuadro 2)

Como ya se dijo, en general el efecto inflacionario que tuvo en el primer trimestre el nuevo impuesto sobre la venta de bienes y servicios suntuarios fue limitado, debido a la escasa cobertura del gravamen y al retraso en su aplicación. Excluyendo del cálculo de la inflación subyacente a los genéricos que estuvieron afectados por esa medida fiscal, las tasas de crecimiento de este subíndice en enero, febrero y marzo de 2002 resultaron respectivamente de 0.41, 0.69 y 0.41 por ciento. En contraste, la inflación subyacente, sin incluir ajuste alguno, se ubicó en 0.46, 0.75 y 0.46 por ciento. Al analizar el impacto inflacionario del nuevo impuesto, se observa que tuvo un efecto alcista tanto en el sector de las mercancías como en el de los servicios. Sin embargo, la apreciación del tipo de cambio más que compensó la incidencia adversa del gravamen sobre los precios de las mercancías.

* Los cuadros y las gráficas se encuentran al final de este documento.

La serie de tendencia de la inflación subyacente de las mercancías se mantuvo estable durante el trimestre objeto del presente Informe. En contraste, la inflación subyacente de los servicios se movió ligeramente al alza (Ver gráfica 4).

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

La inflación anual del INPP sin petróleo y sin servicios fue de 1.66 por ciento en marzo de 2002. En diciembre de 2001 se había ubicado en 2.61 por ciento. El más lento crecimiento durante el trimestre reportado puede atribuirse principalmente a la apreciación del tipo de cambio. Tal comportamiento sugiere que en el mediano plazo la inflación de los bienes comerciables podría registrar un debilitamiento adicional.

II.1.4. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación

En el primer trimestre de 2002 el subíndice de precios de los bienes agropecuarios acumuló una variación de -4.95 por ciento. Sin embargo, la evolución de dicho subíndice a tasa mensual se caracterizó por las agudas fluctuaciones que mostró (Gráfica 5). Así, en enero la variación mensual fue de 2.74 por ciento, en febrero de -7.55 por ciento, y en marzo de 0.08 por ciento. Uno de los productos cuyo precio experimentó mayor volatilidad, con una incidencia importante por su alta ponderación en el INPC (alrededor de uno por ciento), fue el jitomate. El precio de ese producto tuvo en enero una variación de 11.49 por ciento, en febrero de -44.52 por ciento y en marzo de 10.76 por ciento. Otros bienes cuyas cotizaciones registraron cambios trimestrales importantes fueron los siguientes: el tomate verde (-21.91 por ciento), la cebolla (-27.49 por ciento) y la zanahoria (-20.47 por ciento). (Ver gráfica 5)

II.2. Principales Determinantes de la Inflación

En esta sección se analizan los principales factores que inciden sobre la inflación. En primer lugar se examina la evolución del marco internacional. Ello es relevante ya que dicho entorno, a través de sus efectos sobre las cuentas externas del país, influye en la determinación del tipo de cambio, la producción, la demanda agregada y los precios. A continuación, se revisa el comportamiento de los salarios y de la productividad. Estos son determinantes directos de los costos unitarios de la mano de obra, los cuales se han constituido en una influencia significativa sobre el proceso inflacionario. En el siguiente inciso se describe la evolución de la demanda y oferta agregadas. El análisis de di-

chas variables permite identificar las presiones inflacionarias que se derivan de los excesos de demanda agregada. Estos últimos también se manifiestan en el comportamiento de la cuenta corriente, la cual se estudia por separado, y cuya exploración viene acompañada de la que corresponde a los rubros que integran la cuenta de capital. Finalmente, se reporta la evolución de los precios administrados y concertados por el sector público. Como se explica en el texto, dichos precios tienen una incidencia directa muy importante sobre la inflación del INPC.

II.2.1. Entorno Externo

En el transcurso del primer trimestre de 2002 el comportamiento de las variables externas que influyen sobre la marcha de la economía mexicana se tornó más favorable. El precio por barril de la mezcla mexicana de petróleo de exportación se elevó de 15.85 dólares al inicio del año a 22.23 dólares al cierre de marzo¹. Asimismo, los indicadores de la actividad en la economía de los Estados Unidos siguieron robusteciéndose, lo que muy probablemente conducirá a una recuperación de las exportaciones mexicanas. Finalmente, continuó la mejora de la percepción del riesgo país correspondiente a México, lo que contribuirá a reducir los costos del financiamiento externo.

II.2.1.1. Precio del Petróleo

El promedio del precio del petróleo WTI resultó de 21.46 dólares por barril en el primer trimestre de 2002, 0.92 dólares mayor que el prevaleciente en el cuarto trimestre de 2001 y 1.98 dólares más que la media de los precios a futuro para entrega en enero, febrero y marzo, contratados el último día de 2001.² Con todo, dicho promedio oculta el fuerte incremento que experimentó esa cotización a lo largo del trimestre. Al final del periodo, el barril de WTI alcanzó un nivel de 25.82 dólares, muy por encima de los 20 dólares a los que se contrataba a fines de diciembre de 2001, para entrega en marzo de 2002. Varios factores parecen haber contribuido al aumento del precio del petróleo en el lapso analizado:

(a) Quizá el más importante haya sido la mayor fortaleza de la demanda de energéticos, asociada al inicio de la recuperación económica en los Estados Unidos y en Europa.

¹ La media en el trimestre para este precio fue de 17 dólares.

² Cálculo con base en las cotizaciones del precio del petróleo WTI reportadas por Bloomberg (promedio del día).

(b) Por el lado de la oferta, el recorte de las exportaciones decidido por la OPEP y suscrito por otros países -como resultado de la negociación celebrada a fines de 2001 y confirmada en los primeros días de 2002- contribuyó a revertir la tendencia a la baja del precio del petróleo³. Cabe destacar que el anuncio de los recortes vino acompañado de un aumento de aproximadamente un dólar en los precios de los contratos de futuros para febrero-diciembre de 2002, que se observó en los primeros días del presente año.

(c) Especialmente en marzo, el recrudecimiento del conflicto palestino-israelí exacerbó la incertidumbre respecto a la situación política en el Medio Oriente. Esta se había vuelto más tensa desde finales de enero a raíz de las declaraciones del gobierno de los Estados Unidos en el sentido de que Irak e Irán podrían ser objeto de represalias a causa de su apoyo al terrorismo. (Ver gráfica 6)

Durante el periodo enero-marzo de 2002, el precio promedio de la mezcla mexicana de petróleo se ubicó en un nivel de 17 dólares por barril, 2 dólares mayor que el correspondiente al trimestre anterior (Gráfica 6). Dicha cotización cerró el trimestre muy por encima de su nivel de diciembre, al alcanzar los 22.23 dólares. En el trimestre, el diferencial entre el precio de la mezcla mexicana y el del crudo WTI osciló entre 4 y 5.30 dólares por barril. Este diferencial tendió a estrecharse conforme el precio del crudo WTI se incrementó, especialmente en marzo, lo cual sugiere que la demanda internacional de crudo pesado experimentó un aumento relativo a lo largo del periodo. Al respecto, cabe recordar que la mezcla mexicana es más pesada que el WTI.

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

La tasa de crecimiento del PIB real de los Estados Unidos en el último trimestre de 2001 fue de 1.7 por ciento⁴, con lo que la recesión de 2001 ha sido la más breve en la historia reciente. Durante el primer trimestre de 2002, la reactivación pareció confirmarse al registrarse una mejoría generalizada de los indicadores de la actividad industrial y un persistente vigor del consumo privado. La política económica

aplicada ha sido un factor importante en la rápida superación de la recesión. De hecho, algunos observadores han comenzado a plantear la necesidad de revertir parte del estímulo que se le ha impartido a la economía.

El repunte detectado en el último trimestre de 2001 obedeció fundamentalmente al incremento que experimentó el consumo de las familias, el cual alcanzó una tasa anualizada de 6.1 por ciento en términos reales. Este desempeño se apoyó en la expansión del consumo de bienes durables, impulsado por los bajos costos de financiamiento, los reembolsos de impuestos sobre la renta decretados por el Congreso estadounidense, y las promociones a la venta de automóviles. También contribuyó al crecimiento económico la activación del gasto público, incluyendo el fuerte incremento de los gastos militares, que se dio como respuesta a los acontecimientos del 11 de septiembre. En el último trimestre de 2001 la fortaleza del consumo privado y del gasto público resultó más que suficiente para compensar la disminución de la inversión.

La caída de la inversión en el cuarto trimestre de 2001 contenía paradójicamente un elemento alentador para 2002. Esto en la medida en que fue reflejo en buena parte de un descenso en el nivel de los inventarios. En los últimos meses de 2001, los inventarios de las empresas registraron variaciones anuales negativas del orden de 5 por ciento o más, llevando la razón de inventarios a ventas a niveles muy bajos. Ello hacía previsible que al inicio del presente año la disminución de los inventarios sería menos pronunciada.

Durante el primer trimestre de 2002 los principales indicadores del comportamiento de la demanda y de la oferta agregadas en la economía de los Estados Unidos mostraron una evolución positiva. Entre ellos cabe destacar los siguientes:

(a) El gasto en consumo personal se expandió a una tasa mensual de 0.5 y 0.6 por ciento en enero y febrero, respectivamente. Por otra parte, durante marzo los indicadores semanales de ventas al menudeo mostraron tasas anuales de crecimiento entre 3.7 y 5.9 por ciento.

(b) Los índices de confianza de los consumidores mejoraron. Así, el de la Universidad de Michigan pasó de un promedio de 85 unidades en el cuarto trimestre de 2001 a un promedio de 93 unidades en el primero de 2002. En tanto, el del Conference Board se movió en el mismo lapso de 88.3 a 101 unidades.

3 En particular, México se comprometió a reducir su volumen de exportación en 100 mil barriles diarios durante la primera mitad de 2002.

4 Se refiere al crecimiento del producto desestacionalizado del tercero al cuarto trimestre a tasa anualizada.

(c) La encuesta del Institute for Supply Management (antes NAPM), un indicador adelantado de la actividad industrial, alcanzó niveles respectivos de 54.7 y 55.6 por ciento en febrero y marzo de este año. Cabe notar que durante 2001 y enero de 2002 dicho índice había permanecido por debajo de su nivel crítico de 50 por ciento.

(d) El índice de volumen de la producción industrial registró aumentos de 0.2, 0.4 y 0.7 por ciento en enero, febrero y marzo de 2002. Con ello se revirtió el descenso casi ininterrumpido que este índice venía mostrando desde octubre de 2000.

La evolución de éstos y otros índices de la actividad en los primeros meses del presente año llevó a los observadores del mercado a revisar al alza sus pronósticos. Así, la estimación actual para el primer trimestre de 2002 es un crecimiento de entre 4.2 y 5 por ciento (a tasa anualizada), y de entre 2 y 3 por ciento para el año en su conjunto (Ver cuadro 3)

Con respecto al resto del año 2002, se espera que las contribuciones al crecimiento de los distintos componentes de la demanda se modifiquen como se indica a continuación:

(a) La contribución del consumo privado al crecimiento del PIB podría reducirse. El hecho de que este agregado no haya caído en 2001, como lo hizo en otras recesiones, implica que muy probablemente no registrará tasas altas de incremento durante la recuperación. Además, algunos observadores piensan que el consumo está aún por ajustarse a la baja, en congruencia con la reducción de la riqueza financiera sufrida por las familias a raíz de la corrección de los mercados bursátiles.

(b) Se prevé una reactivación de la inversión privada. Esta expectativa se sustenta en los indicadores de utilidades y de flujo de efectivo de las empresas, los cuales se recuperaron en el cuarto trimestre de 2001. Incluso, de acuerdo a las estadísticas del Departamento de Comercio, es posible que en el primer trimestre hayan mejorado aún más. En el mismo sentido, la inversión privada será impulsada por los incentivos tributarios incluidos en el paquete de estímulo económico dado a conocer en marzo por el gobierno.

(c) La variación en inventarios que se estima para el primer trimestre de 2002 es negativa. Sin embargo, su contracción será sustancialmente inferior a la ocurrida en el trimestre anterior. Por tanto, representará una influencia positiva sobre el crecimiento. Para los siguientes meses se espera que

los inventarios registren incrementos en respuesta a la necesidad de restaurar los acervos deseados en almacén. Este tipo de gasto será una de las principales influencias sobre el patrón trimestral de crecimiento que se pronostica para el año.

(d) Es probable que el sesgo expansionista de la política fiscal se intensifique. El paquete de estímulo económico lanzado en marzo de 2002 incluye una mayor duración de los beneficios a los desempleados, y nuevos estímulos fiscales para las empresas. Asimismo, el gobierno ha enviado al Congreso un proyecto de presupuesto suplementario con gastos adicionales equivalentes a 0.25 por ciento del PIB. La finalidad de estas partidas será la de mejorar la seguridad interna, apoyar la reconstrucción de la zona afectada de Nueva York, y atender otros requerimientos derivados de los acontecimientos del 11 de septiembre.

Si bien el repunte económico se presenta con más vigor y más temprano que lo esperado, la recuperación del empleo está siendo lenta. Así, entre febrero y marzo las estadísticas sobre nóminas no agrícolas aumentaron apenas ligeramente, y otros indicadores mostraron una escasa mejoría. Durante la mayor parte del primer trimestre de 2002, las solicitudes de seguro de desempleo se estancaron en alrededor de 370 mil por semana, un nivel similar al de un año atrás, aunque parecen haber repuntado hacia el final del trimestre.⁵ Igualmente, en marzo la tasa de desempleo se incrementó a 5.7 por ciento, muy por encima de los valores en los que se estima que se encuentra el nivel de la tasa de desempleo no inflacionaria. Cabe señalar que aun si las condiciones mejoraran, es posible que durante algunos meses dicha tasa no baje, o que aumente ligeramente, como resultado del regreso al mercado de trabajo de personas que lo habrían dejado durante la recesión. La lenta mejoría que han venido mostrando los indicadores laborales fue vista a mediados del trimestre por algunos analistas como un indicio de riesgo de recaída. Sin embargo, esta posibilidad parece desvanecerse conforme se acumula la evidencia de la recuperación.

Como se comentó, en los Estados Unidos la política económica ha jugado un papel muy importante para acortar el episodio recesivo. En respuesta a la persistencia de la des-

⁵ A fines de marzo, es tas solicitudes llegaron a 460 mil. Sin embargo, es posible que este fuerte aumento se deba a un factor técnico relacionado con la extensión de la duración de los pagos del seguro de desempleo a los beneficiarios.

aceleración económica y a la incertidumbre causada por los ataques terroristas, durante el cuarto trimestre de 2001 la Reserva Federal aplicó varias reducciones adicionales al objetivo para la tasa de fondos federales. Estas acciones se sumaron a disminuciones previas de esa tasa, lo que la llevó a un nivel mínimo histórico de 1.75 por ciento.

En contraste, durante el primer trimestre de 2002, la Reserva Federal no modificó la tasa de fondos federales. Esta decisión se explica en primera instancia por la evidencia de que los efectos económicos negativos causados por los sucesos del 11 de septiembre han quedado contenidos. A lo largo del período enero-marzo, los indicadores económicos sugirieron de forma cada vez más clara que la economía repuntaría en el primer trimestre. Hacia finales de marzo, la información mostraba que una reactivación estaba ya en marcha. La evolución de esos indicadores, que de una señal negativa se fue tornando primero mixta y luego positiva, condujo a la Reserva Federal a mantener sin cambio las tasas de interés de referencia, pero indicando, mediante sus diagnósticos en el balance de riesgos, su disposición a bajarlas nuevamente si surgían indicios de una recaída. Finalmente, en la segunda mitad de marzo la Reserva Federal adoptó una postura neutral en su balance de riesgos. Los analistas esperaban esta declaración, que ha sido interpretada como preparatoria del comienzo de la reversión paulatina de los recortes a las tasas de interés instrumentados en 2001.

La mayor contribución de la política fiscal a la recuperación de la economía debe esperarse para el año en curso. La evidencia de que los efectos económicos de los eventos del 11 de septiembre serían relativamente moderados impidió que en 2001 se concretaran acuerdos en el Congreso acerca de medidas de estímulo fiscal, más allá de los beneficios impositivos prometidos desde la campaña electoral. Sin embargo, como se ha dicho, otro paquete de medidas fiscales de apoyo a la reactivación fue aprobado en marzo del presente año, cuando el gobierno mandó al Congreso un presupuesto de gasto suplementario. De aprobarse estas medidas, el estímulo fiscal total en 2002 se estima en algo más de un punto porcentual del PIB.

Ante las señales de recuperación, los analistas prevén un viraje en la política económica. Algunos opinan, en retrospectiva, que las políticas fiscal y monetaria pueden haber sido demasiado expansivas y que, dada la velocidad de transmisión de sus efectos a la economía, sería prudente iniciar pronto un ciclo de incrementos de las tasas de interés. Sin embargo, las cifras de inflación para 2001 (1.5 por

ciento en el índice general y 2.7 por ciento en el subyacente) y para lo que ha transcurrido de 2002 (en enero, 0.2 por ciento en el índice general y 0.2 en el subyacente; en febrero, 0.2 y 0.3 por ciento respectivamente), y la ausencia de presiones en el mercado laboral, parecen proporcionar margen para que el ajuste en la política monetaria se haga de manera gradual. Asimismo, la escalada de los precios del petróleo observada en marzo y abril constituye un factor de riesgo para la recuperación, lo que sin duda influirá en las deliberaciones de las autoridades.

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

La desaceleración de la actividad económica en los países de la Unión Europea parece haber concluido en el primer trimestre de 2002. Desde diciembre de 2001, algunos indicadores adelantados de la actividad, como las encuestas de los gerentes de compras de las empresas, sugerían que un repunte estaba próximo. El pasado febrero esas señales fueron confirmadas por indicadores contemporáneos del nivel de actividad, tales como los índices de producción industrial en las principales economías de la Unión Europea. El cambio de tendencia de estos índices resulta especialmente importante ya que el debilitamiento de la actividad económica se caracterizó principalmente por una contracción del sector industrial. Sin embargo, la recuperación observada en el primer trimestre se ha considerado frágil, toda vez que los niveles de desempleo se han mantenido altos en Francia y en algunos otros países. Como era de esperarse, ello ha tenido un efecto adverso sobre la confianza de los consumidores. Para 2002 el FMI estima un crecimiento del PIB real en la Unión Europea de alrededor de 1.5 por ciento.

En enero y febrero de 2002, la inflación en la zona del euro se ubicó por encima del nivel máximo de tolerancia establecido por el Banco Central Europeo (BCE). Este repunte inflacionario es atribuible principalmente al incremento de algunos impuestos indirectos y de ciertos precios administrados. Cabe subrayar que no hay evidencia de que la entrada en circulación del euro haya tenido un efecto adverso sobre la inflación. Al mismo tiempo, el tipo de cambio del euro continuó mostrando debilidad frente al dólar de los Estados Unidos a lo largo del trimestre enero-marzo, acercándose a la cotización de 0.85 euros por dólar a la cual el BCE, la Reserva Federal y otros bancos centrales intervinieron coordinadamente en el mercado cambiario en el otoño del año 2000. Ante el dilema planteado por una recuperación económica aún frágil y una moneda rela-

tivamente depreciada, y convencido de que el breve repunte inflacionario de enero-febrero fue reflejo de factores transitorios, el BCE en su reunión de política monetaria de fines de febrero optó por dejar sin cambio la tasa de interés de referencia. Los analistas aún esperan que la inflación en 2002 resulte ligeramente inferior al límite planteado de 2 por ciento.

Respecto a la economía de Japón, se anticipa que durante el primer trimestre de 2002 el PIB real haya crecido 1.1 por ciento, lo cual contrasta con la reducción de 4.5 por ciento en el último trimestre de 2001⁶. Se estima que este repunte será en un principio moderado a causa de una evolución desfavorable del consumo y del empleo y por la continuación de una política fiscal relativamente austera, que tiene su origen en las dificultades que enfrentan los gobiernos locales. Las expectativas más optimistas para la segunda mitad de 2002 se sustentan en indicadores económicos adelantados, tales como las encuestas sobre las condiciones económicas de las empresas y los niveles de inventarios y pedidos, cuya evolución reciente sugiere que la desaceleración puede estar llegando a su fin. Al menos durante su inicio, la recuperación esperada podría fincarse principalmente en el crecimiento de las exportaciones netas, debido a la combinación de tres factores: una demanda interna aún débil, un desempeño positivo de los principales socios comerciales de Japón, y una depreciación del yen en los meses próximos. Con todo, la inercia de la recesión y la lentitud de la reactivación han llevado a que el FMI pronostique para 2002 una contracción de uno por ciento del PIB real.

La recuperación económica en los Estados Unidos está aún por reflejarse en las exportaciones de las economías de Latinoamérica. Aunque la crisis de Argentina se profundizó al comenzar 2002, no ha afectado de forma importante al resto de los países del área. Desde mediados de febrero Venezuela se constituyó en otra fuente de inestabilidad, lo que puede haber contribuido a incrementar la volatilidad de los precios mundiales del petróleo.

En Argentina, el acontecimiento más notable fue el abandono de la convertibilidad decretado por el Congreso el 6 de enero. En su lugar, entró inicialmente en vigor un sistema de tipo de cambio dual. De acuerdo con ese esquema, las exportaciones y ciertas importaciones se manejaban al tipo de cambio oficial de 1.40 pesos argentinos por dólar

estadounidense, en tanto que el resto de las transacciones se realizaba en un mercado libre, en el cual el dólar pronto alcanzó una cotización cercana a dos pesos argentinos. A mediados de febrero, se abolió el mercado cambiario oficial y se adoptó un régimen de flotación.

Dada la extensa dolarización de los pasivos en ese país, una depreciación del peso tiene efectos importantes sobre los balances financieros de los agentes económicos. Para atenuarlos, el gobierno decretó la "pesificación" del crédito bancario a un tipo de cambio de un peso por dólar. Asimismo, los depósitos fueron "pesificados" a una tasa de 1.4 pesos por dólar. El gobierno federal asumió el costo neto que se derivó de estas operaciones, que ha sido estimado por algunos observadores en aproximadamente 20 mil millones de pesos argentinos (5 por ciento del PIB).

Las restricciones para retirar los depósitos en los bancos fueron removidas parcialmente durante el primer trimestre de 2002. Ello, al excluirse del llamado "corralito" las cuentas de pago de salarios y permitirse el uso de depósitos a plazos fijos para la compra de ciertos bienes (principalmente automóviles e inmuebles). Al respecto, algunos cuentahabientes han obtenido amparos contra las restricciones existentes. Así, en febrero el saldo de los depósitos bancarios sujetos a restricción estaba cayendo a un ritmo de 150 millones de pesos diarios (existiendo un saldo cercano a 80 mil millones de pesos a fines de ese mes). Conforme han sido liberados, estos recursos han alimentado la demanda de moneda extranjera, contribuyendo al deterioro de la paridad cambiaria. El episodio más preocupante se registró al acercarse la Semana Santa, cuando se generó una corrida contra el peso argentino durante la cual el tipo de cambio llegó a tocar el nivel de cuatro pesos por dólar. Ante esta situación, el Banco Central puso en ejecución un sistema de intervención directa en el mercado de menudeo que logró reducir el precio del dólar a tres pesos en los últimos días laborables de marzo. Como consecuencia de la depreciación del peso y a pesar de la falta de liquidez debida al "corralito", los precios al consumidor en la zona metropolitana de Buenos Aires aumentaron 9.7 por ciento en el primer trimestre del año.

En el transcurso del bimestre febrero-marzo, el gobierno argentino anunció algunas medidas tributarias, envió el presupuesto al Congreso y negoció un nuevo acuerdo fiscal con los gobiernos de las provincias. Estas acciones fueron recibidas con cautela por parte de los analistas del mercado, quienes temen que los pronósticos de los ingresos utilizados en la elaboración del presupuesto resulten dema-

⁶ Tasas trimestrales ajustadas estacionalmente y anualizadas.

siado optimistas, y que los acuerdos con las provincias no sean suficientes. La falta de avance en las negociaciones con el FMI -en las que el gobierno de ese país sudamericano tiene fincadas grandes esperanzas- y el retraso en el inicio de las conversaciones entre el gobierno y sus acreedores aumentaron la incertidumbre durante el primer trimestre. Esto último se reflejó en la dispersión de los pronósticos de inflación de los analistas para el cierre de 2002 (los cuales a fines de marzo iban desde 25 hasta 90 por ciento) y en la percepción generalizada de una disminución superior a 10 por ciento del PIB real.

A consecuencia de la recesión global y de la crisis de Argentina, la economía de Brasil también se desaceleró. Dada una contracción de 0.7 por ciento en el cuarto trimestre de 2001 contra el mismo trimestre de 2000, la tasa de incremento del PIB real en 2001 fue de 1.6 por ciento. A principios de 2002, los indicadores de empleo y actividad todavía mostraban un cierto deterioro con respecto a sus niveles de un año atrás. Sin embargo, en 2001 Brasil alcanzó sus metas fiscales y parece perfilado para cumplir con las del primer trimestre de 2002 (en marzo concluyó sin contratiempos la segunda revisión de su convenio con el FMI). A pesar de la contracción económica ocurrida en Argentina, la balanza comercial de Brasil ha experimentado una mejoría, con un saldo positivo de 1,028 millones de dólares en el primer trimestre de 2002. Asimismo, los flujos de inversión extranjera directa hacia Brasil se mantuvieron en niveles elevados en 2001 y en los primeros meses de 2002. Apoyado en estas circunstancias, el Banco Central decidió reducir su tasa de interés de referencia en febrero y en marzo (en un total de 50 puntos base), llevándola a 18.5 por ciento. Esta decisión se tomó con la finalidad de determinar las condiciones monetarias idóneas para alcanzar el objetivo de inflación establecido para el año 2003. Asimismo, el Banco Central aclaró que esa postura de política monetaria implica que la inflación en 2002 se ubicará por encima de la meta. Ello se debe a que la inflación en enero y febrero (0.62 y 0.44 por ciento, respectivamente) fue relativamente alta y se pronostica un mayor aumento de los precios administrados que el previsto a principios de 2002.⁷ Así, a mediados de marzo los analistas del mercado esti-

maban que en 2002 la inflación en Brasil cerraría en 5 por ciento. Por otra parte, el FMI pronosticaba que el PIB real crecería a una tasa de 2.5 por ciento.

La economía de Chile no ha escapado a los efectos de la desaceleración económica mundial, los cuales, aunque moderados, han sido exacerbados por una demanda interna débil. Chile ha conseguido desligarse claramente de la crisis Argentina, lo que le ha permitido seguir durante el inicio de 2002 una política monetaria orientada a alcanzar el equilibrio interno. Así, en respuesta a los resultados negativos respecto de evolución de la actividad económica en el primer trimestre, y a dos meses consecutivos de deflación, en febrero el Banco Central chileno decidió reducir en dos ocasiones la tasa de referencia, llevándola de 6.5 a 5.5 por ciento. Para 2002, los principales analistas pronostican una inflación de 2.8 por ciento. El FMI anticipa un crecimiento del PIB real de 3 por ciento.

En Venezuela la inestabilidad política alimentó la fuga de capitales desde fines de 2001. En diciembre de ese año el gobierno incrementó el ritmo de deslizamiento de la paridad cambiaria. Sin embargo, dado que las presiones sobre el bolívar continuaron, ello no fue suficiente para evitar una cuantiosa pérdida de reservas internacionales. Finalmente, el 12 de febrero el gobierno venezolano anunció que dejaría flotar la moneda y que adoptaría medidas de consolidación fiscal y de restricción monetaria. Este paquete fue bien recibido por los analistas del mercado, aunque subsistieron dudas acerca de la capacidad de recortar el gasto público. El nuevo régimen cambiario ha permitido al Banco Central reducir su venta de dólares a niveles congruentes con el uso de las divisas petroleras principalmente para satisfacer las necesidades de la cuenta corriente. Ello ha detenido la pérdida de reservas internacionales. No obstante, las tasas de interés nominales se han elevado considerablemente, afectando adversamente la situación de algunos bancos pequeños y medianos que han requerido de apoyo del Banco Central. Las dificultades asociadas a la depreciación del bolívar llevaron al FMI a prever para 2002 una contracción del PIB real de 0.8 por ciento. Por su parte, los principales analistas esperan una inflación de aproximadamente 32 por ciento. (Ver cuadro 4)

⁷ De diciembre pasado a marzo de este año, el Banco Central de Brasil modificó su pronóstico de inflación para 2002 de 3.7 a 4.4 por ciento. El cambio en la previsión para 2003 fue de 2.5 a 2.8 por ciento. La menor magnitud de la revisión en la estimación para 2003 refleja el diagnóstico del Banco Central de Brasil en el sentido de que los aumentos de los precios administrados constituyen ajustes de una sola vez y tendrán un efecto limitado sobre la variación del resto de los precios.

II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo

Las remuneraciones, los salarios y el empleo son factores que influyen significativamente en la trayectoria futura de la inflación. En el trimestre enero-marzo, el incremento de las remuneraciones y de los salarios reales experimentó

una moderación, aunque todavía dista de ser totalmente acorde con el descenso de la inflación esperada y con aquellas ganancias en productividad que no responden a factores cíclicos.

Lo anterior, aunado al incipiente fortalecimiento de la demanda de productos mexicanos por parte de los Estados Unidos, coadyuvó a que se observara una mejoría, todavía marginal, de las condiciones prevalecientes en el mercado laboral.

II.2.2.1. Remuneraciones

En enero de 2002, en los sectores para los cuales se cuenta con información, las remuneraciones nominales por trabajador registraron una variación anual que fluctuó entre 7.7 y 14.7 por ciento. El año anterior, el crecimiento promedio de las remuneraciones nominales se ubicó entre 5.7 y 14.9 por ciento, lo cual implicó incrementos reales en un intervalo de -0.5 a 8 por ciento (Ver cuadro 5).

Cabe mencionar que en las cifras de remuneraciones se incluyen los pagos por liquidación. Por tanto, dada la caída tan importante que sufrió el empleo el año pasado, es posible que el dato sobre el crecimiento de las remuneraciones esté sobreestimado. En particular, de acuerdo con la evolución que mostró el sector manufacturero en 2001, es factible que las liquidaciones hayan implicado un sesgo al alza superior a un punto porcentual.⁸

En cuanto a la evolución reciente de la productividad, en enero ésta tuvo una variación de entre -4.2 y 5 por ciento. Por otro lado, en ese mismo mes, el incremento de los costos unitarios de la mano de obra se situó en un intervalo de 3.2 a 7.3 por ciento. Es decir, en dicho lapso el aumento de la productividad no resultó suficiente para compensar el alza que experimentaron los salarios reales (Ver cuadro 6).

⁸ Para el cálculo reportado, se ajustaron las series de salarios y sueldos nominales de la industria manufacturera. En específico, se supone que cada desempleado recibe 3 meses de liquidación en el mes en que es separado de su trabajo y este pago se multiplica por el número mensual de desempleados. Del pago total por salarios y sueldos se resta la liquidación total por despidos de trabajadores y empleados. El pago total ajustado se divide entre el número de trabajadores y empleados activos. Así, se obtienen un salario y un sueldo ajustados. A partir de esta serie se calculan los incrementos en las remuneraciones. En general, tanto para los sueldos como para los salarios, la tasa de crecimiento ajustada resulta inferior en más de un punto porcentual a la original.

Sólo el sector manufacturero registró en 2001 una variación positiva de la productividad promedio. Sin embargo, como se verá más adelante, esto es atribuible a una reducción importante del empleo en el sector. Por otro lado, durante el año referido los costos unitarios de la mano de obra mostraron un incremento promedio de entre 5.2 y 10.2 por ciento en los sectores productivos para los cuales se cuenta con información completa.

El efecto dañino que la elevación de los costos unitarios de la mano de obra tiene sobre el empleo resultó significativo en el periodo que aquí se analiza. Tan sólo en enero de 2002, en tres de los cuatro sectores de referencia, el personal ocupado y la masa salarial mostraron tasas de variación anual negativas. Durante el mes considerado el empleo en las maquiladoras resintió una caída de 18.2 por ciento, y la masa salarial se redujo 10.5 por ciento.

A noviembre de 2001 la masa salarial y el personal ocupado en la industria de la construcción mostraron variaciones anuales de -17.1 y -20 por ciento, respectivamente. Asimismo, en el sector maquilador de exportación las variaciones anuales en diciembre de 2001 de esos agregados resultaron de -10.3 y -17.3 por ciento (Gráfica 7). Por tanto, a pesar de los importantes incrementos que han mostrado las remuneraciones reales, el pago total al factor trabajo se redujo significativamente en varios sectores productivos. (Ver gráfica 7)

Durante 2001 y en el primer mes de 2002, en algunos de los sectores productivos tuvo lugar una reducción muy acelerada del número de empleos. Ese hecho hace que, por simple efecto aritmético, la productividad tienda a estabilizarse e incluso a aumentar. Este resultado se ha observado también en el sector manufacturero no maquilador. En dicho sector la reducción de los puestos de trabajo ha sido acorde con la caída de la producción, por lo que a partir de marzo y hasta septiembre de 2001 el crecimiento de la productividad se estabilizó. Asimismo, de ese último mes en adelante el empleo siguió contrayéndose, mientras que la producción registró un aumento incipiente, de lo cual se derivó que la productividad experimentase un incremento significativo.

El aumento de la productividad en el sector manufacturero no maquilador ha tenido como causa en gran parte una caída en el número de los puestos de trabajo. Por ende, dicho incremento no es en rigor representativo de una mejora en las condiciones productivas de las empresas mexicanas, ya

que de haber sido así el empleo y la productividad se hubieran incrementado de manera conjunta (Ver gráfica 8).

El deterioro del mercado laboral ha sido muy significativo en tiempos recientes. La comprobación de ese hecho es que aun ante el importante crecimiento de las remuneraciones reales, el ingreso total del factor trabajo se ha reducido en diversos sectores. En consecuencia, resulta de particular importancia en la presente coyuntura flexibilizar las condiciones prevalecientes en el mercado laboral. Ello, con la finalidad de recuperar los empleos perdidos en 2001 y comenzar a generar los puestos de trabajo que requiere el crecimiento de la Población Económicamente Activa (PEA)⁹.

II.2.2.2. Salarios Contractuales

En el trimestre objeto de este Informe, el aumento promedio de los salarios nominales contractuales resultó de 6.5 por ciento. Cabe señalar que en el periodo empezó a materializarse la atenuación del ritmo de crecimiento de los salarios que desde hacía varios meses permitía anticipar la holgura existente en el mercado laboral. Así, el incremento promedio de los salarios contractuales se ubicó en el trimestre en un intervalo entre 6.1 y 6.9 por ciento.

También tuvo lugar una moderación del incremento promedio de los salarios nominales otorgado por las principales empresas privadas de jurisdicción federal con 250 y más trabajadores. En enero, febrero y marzo dichos aumentos fueron respectivamente de 7, 5.8 y 5.7 por ciento. Lo anterior contrasta con el alza de 8.9 por ciento que dicho indicador mostró durante el último trimestre de 2001.

Durante el primer trimestre de 2002, la brecha entre los salarios contractuales y la inflación esperada para los próximos doce meses se ubicó en un nivel promedio de 2 por ciento. Dicho diferencial fue más estrecho que el observado durante igual lapso del año pasado y que resultó de 2.8 por ciento (Gráfica 9). Considerando únicamente los incrementos otorgados por las empresas privadas de jurisdicción federal con 250 y más trabajadores, durante el periodo de análisis la diferencia entre el aumento porcentual de los salarios contractuales y la inflación esperada fue en promedio de 1.9 puntos porcentuales. (Ver gráfica 9)

⁹ La PEA es la población de 12 años y más que se encontraba ocupada, o bien buscando activamente empleo en una actividad económica durante las últimas tres semanas.

Durante el primer trimestre de 2002 los salarios contractuales nominales se incrementaron a tasas similares en la industria manufacturera y en los otros sectores de actividad (Ver cuadro 7).

Si bien en el primer trimestre de 2002 se aminoró el ritmo al cual venían creciendo los salarios contractuales nominales, conviene insistir en la utilidad de lograr revisiones salariales más cercanas a las expectativas de inflación. Ello, dada la incertidumbre implícita en la evolución futura de la productividad.

Por tanto, aunque ya se ha iniciado la adecuación de los incrementos salariales con las condiciones prevalecientes en el mercado laboral ésta es todavía insuficiente. Esta conclusión se apoya en la necesidad de generar los empleos que demandan los nuevos entrantes a la fuerza laboral, y de recuperar los puestos de trabajo que se perdieron en 2001.

II.2.2.3. Empleo

Durante el primer trimestre de 2002, la ocupación siguió disminuyendo. Así, al término de marzo, el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se ubicó en 12,129,368 personas, 34,269 por debajo del total que se registró al cierre de 2001 (Gráfica 10a). Esta reducción resultó inferior en 64.5 por ciento a la observada durante el mismo lapso trimestral del año anterior. Asimismo, debe mencionarse que durante febrero y marzo se crearon casi 95 mil empleos. Por otro lado, la serie desestacionalizada del número de trabajadores permanentes y eventuales urbanos afiliados al IMSS mostró un incremento de 3,642 empleos durante el trimestre del que se ocupa esta publicación. Ello es indicativo de que tuvo lugar una moderación significativa de la caída del empleo.

La afiliación de trabajadores permanentes en el sector de los servicios se contrajo en aproximadamente 73 mil asalariados durante los primeros dos meses del año. De este total, más de 52 mil se ubicaban en empleos en el comercio. Por otra parte, la ocupación en el sector agropecuario presentó un aumento de más 48 mil empleos. Finalmente, el número de puestos de trabajo en el sector industrial permaneció prácticamente sin cambio, con una ganancia de tan sólo 342 empleos.

Así, es evidente que en los últimos meses se ha debilitado la tendencia a la contracción que ha venido resintiéndose el empleo.

En particular, el comportamiento reciente del número de puestos de trabajo en el sector industrial constituye una señal optimista sobre la evolución futura del mercado laboral. Ello, ya que durante el año pasado el empleo en dicho sector fue el que más sufrió los efectos de la desaceleración económica.

En los primeros tres meses de 2002, los principales indicadores de desempleo mostraron un deterioro leve con respecto a los niveles observados al cierre del año pasado. La tasa de desempleo abierto se ubicó en promedio en 2.8 por ciento, mientras que en los últimos tres meses de 2001 dicho índice tuvo un nivel promedio de 2.6 por ciento (Gráfica 10b).

No obstante lo anterior, cabe destacar que se ha presentado una moderación incipiente en el deterioro de la tasa de desempleo abierto. En su serie desestacionalizada, el promedio de dicho indicador fue de 2.7 por ciento durante el primer trimestre de 2002, misma cifra que la registrada durante los últimos tres meses de 2001.

La tasa de ocupación parcial y desocupación fue más elevada en promedio durante el primer trimestre de 2002 que en los últimos tres meses del año anterior, habiendo incluso llegado a presentar valores cercanos a 21 por ciento. Desde octubre de 2001 la serie de tendencia de este indicador ha aumentado de manera continua (Ver gráfica 10)

La tasa de desempleo abierto fue similar para los hombres y las mujeres durante el primer trimestre de 2002. En promedio, ésta resultó de 2.8 por ciento para los hombres y de 2.9 para las mujeres. Sin embargo, la duración promedio del desempleo disminuyó durante el periodo. Así, el porcentaje de personas desempleadas por cinco y más semanas pasó de un promedio de 43.5 por ciento en el último trimestre de 2001 a 38.7 en los primeros tres meses del presente año.

El empleo en el sector informal se mantuvo estable durante el primer trimestre de 2002. Una manera indirecta de medir el empleo en dicho sector es a través del porcentaje de la PEA que no recibe prestación alguna. En el último trimestre de 2001 dicho indicador se ubicó en promedio en 47.7 por ciento, mientras que en enero-marzo del presente año disminuyó a 47.6 por ciento.

En resumen, aunque en el trimestre analizado el mercado laboral continuó presentando signos de importantes debilidades, ya empezó a mostrar indicios de una recuperación.

Por el lado de los pagos al factor trabajo, el crecimiento de los salarios contractuales se ha reducido a niveles entre 6.5 y 7 por ciento. Por otra parte, el empleo comienza a mostrar una ligera mejoría. Sin embargo, la pérdida acumulada de puestos de trabajo es sustancial. Por tanto, el Banco de México reitera la importancia de atenuar la rigidez a la baja de los incrementos salariales.

II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

En el cuarto trimestre de 2001 la oferta y la demanda agregadas experimentaron una contracción de 3.3 por ciento con respecto a sus niveles del último trimestre de 2000. El descenso de la oferta agregada es reflejo de las caídas que sufrieron a su vez sus dos componentes: el PIB (1.6 por ciento) y las importaciones de bienes y servicios (7.7 por ciento). Por el lado de la demanda agregada la contracción se debió a que la disminución que registraron la inversión privada (12.8 por ciento) y las exportaciones (10.9 por ciento) tuvieron una incidencia sustancialmente mayor que el aumento del consumo -sector público (3.3 por ciento) y sector privado (1.5 por ciento)- y de la inversión pública (6.6 por ciento). La tasa de crecimiento anual de los grandes rubros que conforman la demanda y la oferta agregadas presentó un comportamiento estable entre el tercero y cuarto trimestres de 2001. Sin embargo, en lo que toca a la inversión total la tasa de variación anual de sus componentes público y privado difirió marcadamente (Cuadro 8).

Con estos resultados, en el conjunto del año 2001 la oferta y la demanda agregadas registraron una contracción de uno por ciento, lo que significó su primera disminución desde 1995. Por el lado de la oferta, el descenso provino de caídas tanto del PIB (0.3 por ciento) como de las importaciones de bienes y servicios (2.9 por ciento). El decremento de la demanda agregada, es resultado de la combinación de un crecimiento del consumo privado de 3.4 por ciento, mientras que la inversión, las exportaciones de bienes y servicios y el consumo público tuvieron reducciones respectivas de 5.9, 5.1 y 1.4 por ciento.

Para analizar los movimientos más recientes de los componentes de la demanda y oferta agregadas resulta útil estudiar la variación trimestral de las series desestacionalizadas. Durante el cuarto trimestre de 2001, el consumo mostró un aumento de 0.5 por ciento con relación a su nivel del trimestre previo. En cuanto a sus componentes, el consumo privado y público registraron incrementos respectivos de 0.3 y 1.2 por ciento. Por otra parte, la formación de capital presentó una reducción con relación a su ni-

vel del trimestre previo, de 1.1 por ciento. Detrás de ese resultado estuvieron un aumento de la inversión del sector público de 3.9 por ciento y una contracción de 1.9 por ciento de la del sector privado. Cabe señalar que frente al nivel que mostraron en el tercer trimestre del año, en el cuarto la demanda y la oferta agregadas disminuyeron 0.1 por ciento.

El análisis de las tasas de crecimiento desestacionalizadas de los componentes de la demanda proporciona dos resultados relevantes:

- (a) Si bien en promedio el consumo total aumentó ligeramente en los últimos dos trimestres de 2001, el consumo privado se mantuvo prácticamente constante; y
- (b) Las exportaciones no petroleras ya mostraban indicios de recuperación hacia finales del año pasado. (Ver cuadro 8)

Durante los primeros meses de 2002, la información sobre la actividad económica en México proporcionó señales ambiguas. Por un lado, el número de datos positivos se incrementó. Por otro, algunas variables siguieron mostrando debilidad, mientras que otras presentaron altibajos, sin cimentarse una mejoría sostenida.

Entre los aspectos favorables destacan los siguientes:

- (a) Con series desestacionalizadas, el IGAE y la producción industrial en febrero mostraron tasas mensuales de crecimiento positivas (0.6 y 1.3 por ciento, respectivamente);
- (b) Los datos desestacionalizados de la producción manufacturera y de la construcción presentaron en enero y febrero incrementos con relación a los niveles observados en el mes previo. De hecho, al cierre de febrero la construcción acumuló cuatro meses seguidos con variaciones mensuales positivas;
- (c) En marzo las ventas de la ANTAD registraron un fuerte crecimiento anual de 9.8 por ciento, que fue favorecido por la Semana Santa (ésta beneficia al comercio al menudeo, pero incide adversamente sobre la producción industrial y el comercio exterior). Con datos desestacionalizados aumentaron 0.9 por ciento con relación a su nivel del mes anterior;

(d) Durante el primer trimestre del año las ventas internas del sector automotriz experimentaron una recuperación;

(e) La variación anual del gasto en inversión pasó de -7.2 por ciento en diciembre a -4.2 por ciento en enero. Con datos desestacionalizados, en enero la tasa mensual de ese agregado fue positiva (1.4 por ciento);

(f) Los datos más recientes de los indicadores cíclicos adelantados que se elaboran para México apuntan hacia una recuperación;

(g) Los indicadores sobre la confianza y el clima de los negocios, tanto de los empresarios manufactureros como de los analistas económicos del sector privado, continuaron con su ritmo ascendente en marzo;

(h) En febrero se redujo la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas con relación a su nivel del mes precedente, tanto con datos originales como con desestacionalizados. En marzo dicha tasa se mantuvo prácticamente sin cambio respecto a febrero;

(i) Las cifras desestacionalizadas de las exportaciones manufactureras, no maquiladoras y maquiladoras, así como de las importaciones de bienes intermedios repuntaron en febrero y en marzo.

Entre los rasgos no favorables de la actividad económica, captados hasta el momento de publicar el presente Informe, cabe señalar los siguientes:

- (a) En febrero, por treceavo mes consecutivo, la serie desestacionalizada de las ventas al mayoreo presentó una contracción tanto medida a tasa anual como mensual;
- (b) La producción y el empleo maquilador registraron en enero descensos muy fuertes a tasa anual. Por otra parte, la reducción acumulada a ese mes en el número de establecimientos maquiladores también fue considerable. Sin embargo, esta información debe contrastarse con la relativa al incipiente repunte que presentaron en febrero y marzo las exportaciones de las maquiladoras;
- (c) Un indicador que ha presentado un comportamiento mixto ha sido el del número de trabajadores asegurados en el IMSS. Si bien dicho número se contrajo en la segunda quincena de marzo, luego de cuatro quincenas consecutivas con aumento, en la primera quincena de abril registró un incremento. Con datos desestacionalizados, al cierre de

marzo el número de trabajadores mostró un incremento acumulado de sólo 3,642 personas con relación a su nivel del cierre de diciembre pasado.

Cabe aclarar que los datos sobre la actividad económica para el primer trimestre y, particularmente, los correspondientes a marzo se verán afectados por la Semana Santa¹⁰. Lo anterior incidirá negativamente, y de manera significativa, sobre las tasas de crecimiento anual para ese periodo. Ello dificultará la lectura que los analistas puedan hacer de la situación de la economía mexicana.

Dada la perspectiva presentada, el Banco de México estima que en el primer trimestre de 2002 el PIB real haya registrado una contracción anual de aproximadamente 1.6 por ciento. Ajustando por el efecto de la Semana Santa y por otros fenómenos de carácter estacional, la estimación relativa a la reducción anual del PIB resultaría de alrededor de 0.7 por ciento, y la variación trimestral de los datos desestacionalizados sería positiva. Por otra parte, se anticipa una tasa de variación anual del consumo privado de uno por ciento y una disminución de la inversión total de 6 por ciento, en el primer trimestre del año.

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

Como resultado de que la recuperación que está mostrando la economía de los Estados Unidos se está transmitiendo hacia México con rezago, la contracción anual de las exportaciones no petroleras durante el primer trimestre del año fue menos pronunciada que la de las importaciones totales. Es decir, la recuperación en las exportaciones ligadas al entorno internacional ha precedido al aumento en las importaciones, el cual también responde a la situación de la demanda interna.

Los déficit comercial total y no petrolero acumulados en el primer trimestre del año disminuyeron respectivamente 16 y 19 por ciento (Gráfica 11). Con base en esta información, se estima que el déficit de la cuenta corriente en el mismo periodo haya sido de aproximadamente 4,200 millones de dólares. (Ver gráfica 11)

El resultado de las cuentas externas ha contribuido a limitar la demanda de recursos externos por parte de la economía de México y, de esta manera, ha coadyuvado a la for-

taleza del tipo de cambio y a la estabilidad de las tasas de interés.

Durante el primer trimestre de 2002 la oferta de recursos externos mostró un comportamiento que apoyó la estabilidad de las principales variables financieras. Con base en la información disponible, se estima que el superávit de la cuenta de capital haya sido cercano a 5,500 millones de dólares. Al igual que en trimestres anteriores, la inversión extranjera directa (IED) probablemente representó un porcentaje importante de dicho superávit.

De lo anterior se deduce que la oferta de recursos externos ha sido suficiente para financiar sin contratiempos las necesidades de la economía. Reflejo de ello es que, en el periodo considerado, el rendimiento neto de los bonos soberanos UMS26 continuó en una trayectoria descendente. El 29 de marzo dicho rendimiento se ubicó en 249 puntos base, 50 puntos por debajo del nivel prevaleciente a finales de 2001 (Gráfica 12).

Si bien en los primeros días del año hubo cierta incertidumbre provocada por los debates en torno a la reforma fiscal, la confirmación de que el déficit público en 2001 había resultado congruente con la meta planteada para ese año, la aprobación de un presupuesto prudente para 2002, y la expedición de varias leyes tributarias por el Congreso influyeron sobre la opinión de dos de las principales empresas calificadoras de riesgo.

De ahí su decisión de mejorar la calificación de la deuda soberana del gobierno de México. En particular, Standard & Poor's otorgó en febrero a la deuda mexicana el llamado "grado de inversión". Sin embargo, toda vez que estas decisiones habían sido anticipadas por los participantes en los mercados financieros, su anuncio no indujo cambios inmediatos en las cotizaciones de la deuda externa del gobierno. El 19 de marzo la SHCP anunció una recompra anticipada de títulos soberanos a tasa variable que habían sido emitidos en 1999. Esta medida es compatible con una estrategia de sustitución de deuda relativamente cara por pasivos con menor costo y mayor plazo. Obviamente, la aplicación de dicha estrategia es posible en la medida que se ha reducido la percepción del riesgo respecto a la deuda soberana de México.

Finalmente, como una de las consecuencias del comportamiento favorable de los indicadores del riesgo país durante el trimestre, el tipo de cambio se apreció 1.4 por ciento, cerrando en marzo en 9.02 pesos por dólar (Gráfica 12).

¹⁰ El año pasado ésta tuvo lugar en abril.

Durante los últimos meses, la confianza en la economía mexicana se ha materializado en una oferta suficiente y sostenida de recursos financieros del exterior. Ello, aunado a un déficit comercial moderado, ha contribuido a la apreciación del peso.

La revaluación del peso no ha tenido una relación discernible con la política monetaria. Conviene notar que durante el periodo reciente de apreciación cambiaria, las tasas de interés han descendido hasta alcanzar niveles mínimos históricos. En el caso hipotético que la autoridad monetaria hubiese intentado apreciar el tipo de cambio, para favorecer el proceso desinflationario, la estrategia habría requerido de aumentos en las tasas de interés. La estabilidad financiera reciente responde a que los mercados de capital han estado anticipando un crecimiento importante del PIB real y un aumento de la productividad en la economía mexicana. Esto se ha reflejado en una entrada significativa de capitales, que ha tenido como contrapartida una revaluación de los activos mexicanos, manifestándose en lo principal, en una apreciación del tipo de cambio real.

El proceso descrito se asemeja al que han experimentado desde mediados de los años ochenta otros países -por ejemplo España y Portugal- que atravesaron por fases de convergencia macroeconómica con sus socios comerciales más desarrollados. (Ver gráfica 12)

II.2.5. Precios Administrados y Concertados

En enero, febrero y marzo del presente año la inflación mensual de los bienes con precios administrados y concertados por el sector público¹¹ resultó respectivamente de 1.53, 1.86 y 1.05 por ciento. En esos mismos meses las variaciones correspondientes del INPC se ubicaron en 0.92, -0.06 y 0.51 por ciento (Gráfica 13). Los incrementos mensuales del subíndice de los precios administrados y

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

12 Los incrementos fueron 0.90, 0.80 y 0.43 por ciento en enero, febrero y marzo de 2001, respectivamente.

concertados se comparan desfavorablemente con los registrados durante los mismos meses de 2001.¹²

En el lado de los bienes con precios concertados, durante enero aumentaron las tarifas del Metro en el Distrito Federal y del autobús urbano. En el referido mes, dichos incrementos tuvieron un efecto alcista sobre la inflación medida a través del INPC de 0.26 puntos porcentuales.

En el caso de los bienes con precios administrados, en enero el gobierno federal anunció un importante incremento de las tarifas eléctricas residenciales, adicional al ya contemplado. El cambio se instrumentó mediante el expediente de reducir el subsidio otorgado a las tarifas para los hogares que consumen bimestralmente de 280 a 500 kilowatts-hora. Asimismo, el subsidio se eliminó completamente para aquéllos que consumen más de 500 kilowatts-hora por bimestre. Con esta medida se afectó a alrededor de 25 por ciento de los usuarios.

El aumento de las tarifas eléctricas residenciales incidió sustancialmente sobre la inflación del INPC. Así, en febrero se atribuye al efecto de dicha medida una contribución alcista de 0.27 puntos porcentuales. La repercusión de la modificación de las tarifas eléctricas durante marzo se estima en 0.10 puntos porcentuales. Así, el Banco de México anticipa que el efecto directo de este cambio de política sobre la inflación general para el año será de 0.37 puntos porcentuales. (ver gráfica 13)

Es importante reiterar que el impacto causado sobre la inflación por los aumentos a los mencionados precios públicos fue de una sola vez y de magnitud limitada. En particular, con base en algunos estudios realizados en el Banco de México, se ha determinado que el efecto sobre la inflación de incrementos como los referidos es, en general, transitorio y tiende a desaparecer en los 12 meses siguientes.¹³

Finalmente, cabe mencionar que durante marzo el precio del gas doméstico tuvo un incremento de 3.17 por ciento con respecto al mes previo. El hecho anterior es de relevancia para las perspectivas de la inflación en lo que resta del año. Un incremento acentuado del precio internacional del petróleo (referencia para el del gas doméstico) complicaría la evolución del subíndice de los precios administrados y concertados.

13 "Efecto de los Precios Administrados sobre la Inflación". Documento de Investigación No. 9709, Banco de México, diciembre 1997.

II.2.6. Resumen

La inflación anual medida con el INPC registró un repunte en el primer trimestre de 2002. En lo principal, dicho movimiento se debió al aumento de los precios de los productos agropecuarios, así como de los bienes y servicios administrados y concertados. La incidencia de estos subíndices sobre el comportamiento de la inflación general se incrementó, respectivamente, de 0.16 y 0.51 puntos porcentuales en diciembre de 2001 a 0.32 y 0.73 puntos porcentuales en marzo de 2002 (Cuadro 9). Por el contrario, la inflación subyacente se mantuvo en su trayectoria descendente, impulsada por la disminución de la inflación subyacente de las mercancías. Como se indica en el texto precedente, sobre este último desarrollo tuvo una influencia favorable la apreciación del tipo de cambio. Así, la inflación subyacente contribuyó con 3.04 puntos porcentuales a la inflación general anual a marzo. (Ver cuadro 9)

La inflación anual subyacente de los servicios tuvo un comportamiento mixto en el periodo. Al respecto, se incrementó durante los primeros dos meses del año, pero se debilitó en marzo. Así, aún cuando se haya moderado la tasa de crecimiento nominal de los salarios contractuales, esta baja no se ha traducido todavía en una menor inflación del subíndice. Por lo anterior, la incidencia de la inflación subyacente de los servicios fue 0.07 puntos porcentuales mayor en este trimestre que en el anterior. Un factor que probablemente influyó negativamente sobre los precios de este sector fue el nuevo impuesto aplicado a la venta de bienes y servicios suntuarios, ya que los rubros afectados tienen una ponderación importante dentro del subíndice de precios subyacente de los servicios. Sin embargo, el efecto general del nuevo gravamen resultó leve debido a su escasa cobertura y a los retrasos en su aplicación.

En el balance, la trayectoria de los precios durante el trimestre reportado resultó compatible con la meta anunciada de alcanzar al final del año una inflación general no superior a 4.5 por ciento.

III. La Política Monetaria Durante el Primer Trimestre de 2002

El tema de esta sección es la conducción de la política monetaria en el transcurso del periodo que cubre el presente Informe. El texto que sigue pone particular énfasis en las razones que llevaron a la Junta de Gobierno del Banco de México a modificar la postura de la política monetaria en febrero. Como complemento de lo anterior, también se pre-

senta un análisis de la evolución que mostraron en el mismo lapso las expectativas de inflación y las tasas de interés nominales y reales. Ello, debido a la influencia que ejercen ambas variables sobre las condiciones monetarias imperantes en la economía y sobre la percepción del público respecto al proceso inflacionario. Por último, se incluye una evaluación de la trayectoria de la base monetaria y de otros agregados monetarios y crediticios.

III.1. Acciones de Política Monetaria

El 8 de febrero, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió incrementar el "corto" de 300 a 360 millones de pesos, manteniéndolo en ese nivel durante el resto del trimestre.

Dicha medida se adoptó con el fin de evitar el deterioro de las expectativas de inflación y el consecuente contagio sobre la formación de precios en general, que podrían haberse suscitado a raíz de la eliminación parcial del subsidio a las tarifas eléctricas anunciada por el Gobierno Federal el 29 de enero, y que entró en vigor a partir del 8 de febrero. A diferencia de otros factores que se anticiparon en el Programa Monetario para 2002, y cuya ocurrencia podría generar un repunte de la inflación durante el primer trimestre del año, la medida comentada no estaba contemplada. Su aplicación ciertamente podría haber contaminado el proceso de formación de las expectativas inflacionarias y, por tanto, las negociaciones salariales y ulteriormente la determinación de los demás precios en la economía.

En consecuencia, la acción de política monetaria que se instrumentó tuvo un carácter claramente preventivo. Su finalidad general fue la de coadyuvar al afianzamiento de las condiciones monetarias apropiadas que permitan alcanzar los objetivos de inflación propuestos para 2002 y el próximo año.

El aumento del "corto" fue eficaz para contener los efectos adversos sobre las expectativas inflacionarias causadas por la disminución del subsidio a las tarifas eléctricas (Ver gráfica 14).

De forma congruente con la ampliación del "corto" y con la evolución favorable de la inflación subyacente, la inflación general esperada para 2002, para los siguientes doce meses y para el cierre de 2003 se ajustó a la baja durante el trimestre (Gráfica 14). Estos resultados sugieren que el cambio referido contribuyó en alguna medida a evitar un deterioro de las expectativas inflacionarias. Durante el tri-

mestre reportado, la inflación esperada para 2002 disminuyó 0.34 puntos porcentuales. En congruencia con ello, los pronósticos de inflación para los siguientes doce meses y para el cierre de 2003 también descendieron, 0.48 y 0.37 puntos porcentuales, respectivamente. Cabe destacar que dicha revisión implicó que al cierre del trimestre la inflación esperada para 2002 se situara en 4.58 por ciento, nivel cercano al objetivo para el año¹⁴.

Durante el primer trimestre de 2002, las tasas de interés internas (nominales y reales) evolucionaron de forma muy distinta a las externas. Ello es indicativo de que los cambios en las primeras estuvieron determinados en lo fundamental por fenómenos de índole nacional (Gráfica 15). Durante la última semana de enero, las tasas nominales y reales se incrementaron de forma importante, en anticipación al efecto inflacionario previsible a partir de la eliminación parcial del subsidio a las tarifas eléctricas. Los réditos subieron nuevamente en la segunda semana de febrero de forma coincidente con la modificación del "corto" que entró en vigor el 8 de febrero. El rendimiento nominal de los Cetes a 28 días aumentó 7 puntos base en promedio entre las cinco jornadas de mercado anteriores y las posteriores al aumento del "corto". Por otra parte, el alza correspondiente en la tasa de interés nominal de los Cetes a 91 días fue de 38 puntos base. En contraste, el rendimiento del bono UMS26 se redujo 11 puntos base en el mismo periodo.

A partir de mediados de febrero, en anticipación a una evolución favorable de la inflación durante el resto de ese mes, las tasas de interés internas, tanto nominales como reales, se redujeron significativamente. Al respecto, alcanzaron a principios de la segunda semana de marzo niveles similares a los prevalecientes a mediados de enero. Sin embargo, después de ese momento se presentó un aumento temporal de las tasas de interés, aunque los niveles máximos registrados fueron menores que los observados en febrero. Esta reversión transitoria es atribuible a la influencia de dos factores. En primer lugar, a la percepción de que la evolución durante marzo del índice de precios no sería tan favorable como la conseguida en febrero, en particular por la influencia de los precios de algunos productos agropecua-

rios. En segundo lugar, a que por razones estacionales varias instituciones financieras esperaban presiones de liquidez asociadas a la Semana Santa. Ello condujo a que modificaran, de forma temporal, su estrategia de captación e inversión en activos financieros. No obstante, en la medida en que se modificaron favorablemente los pronósticos sobre la evolución de la inflación y se diluyeron los efectos estacionales asociados al periodo vacacional, las tasas de interés descendieron nuevamente hacia finales del periodo. (Ver gráfica 15)

Cabe notar que la reacción de los pronósticos de inflación de los analistas del sector privado y de las tasas de interés ante las noticias sobre la evolución de los precios de bienes agropecuarios, resultó infundada a la postre. Aunque en episodios pasados algunas de las fluctuaciones más extremas de los precios de dichos bienes han afectado adversamente a la inflación, estos movimientos han sido temporales y típicamente se han revertido en los meses siguientes. Por ello, en general esos hechos no han modificado significativamente la trayectoria descendente de la inflación del INPC, sino tan sólo su nivel en ciertos meses. Sin embargo, los mercados han respondido de manera tal vez excesiva a dichos movimientos, que son claramente de carácter breve y transitorio. Lo anterior ha contribuido a incrementar la volatilidad en los mercados financieros.

En síntesis, durante el trimestre que se reporta se presentó una revisión no anticipada de los precios de los bienes administrados y concertados por el sector público. Ello trajo consigo una presión inflacionaria adicional, aunque todo parece indicar que su efecto será temporal.

Lo anterior puede afirmarse en razón de que dicha influencia no generó contaminación sobre las expectativas inflacionarias y sobre la evolución del resto de los precios en la economía. Las tasas de interés se modificaron al alza en respuesta al incremento precautorio que se aplicó al "corto".

Como se señaló, éste obedeció al imperativo de evitar que se difundieran y afianzaran los efectos alcistas contaminantes que podrían producirse por el mencionado ajuste de las tarifas eléctricas. Al parecer, esta reacción (junto con la favorable evolución de otros subíndices de precios que compensaron el efecto inflacionario de la medida gubernamental) cumplió con su cometido. La ampliación del "corto" no impidió que tuviese lugar un ajuste posterior a la baja en el nivel de las tasas de interés.

¹⁴ Al cierre del primer trimestre, el pronóstico relativo a la inflación subyacente para diciembre de 2002 se situó en 4.47 por ciento, nivel compatible con el cumplimiento del objetivo de inflación.

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

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

Al cierre del primer trimestre de 2002 el saldo de la base monetaria se ubicó en 216,309 millones de pesos, 8,906 millones mayor que el previsto. La desviación respecto al saldo pronosticado resultó de 4.3 por ciento, nivel incluso por arriba del límite superior del intervalo de confianza del modelo de estimación (3 por ciento). Lo anterior puede explicarse en parte por la demanda estacional extraordinaria de billetes y monedas que se suscitó como resultado de la proximidad entre el feriado del 21 de marzo y el periodo vacacional de la Semana Santa. A este respecto, resulta importante señalar que si bien el efecto atípico de esos días feriados fue tomado en consideración en la estimación de la base monetaria, la volatilidad que año con año muestra dicha demanda adicional propició que se subestimara el saldo deseado de efectivo. Así, la desviación de la base monetaria con respecto al saldo estimado disminuyó de 6 por ciento el 20 de marzo a niveles dentro del intervalo de confianza del modelo de estimación una vez concluido el período vacacional.

La estabilidad macroeconómica alcanzada y el cumplimiento de las metas de inflación han dado lugar a un proceso más ordenado de formación de las expectativas de los agentes económicos. Ello se ha traducido en menores tasas de interés nominales y reales en comparación con las prevalecientes en el pasado reciente. Lo anterior ha contribuido a que disminuya el costo de oportunidad de mantener saldos de dinero, siendo éste un factor adicional que ha influido en el incremento del agregado. Finalmente, a diferencia de lo sucedido en periodos de contracción económica que enfrentó la economía mexicana en el pasado, la reciente desaceleración de la actividad productiva se dio en un contexto en que las remuneraciones reales percibidas por los trabajadores mostraron importantes aumentos. Esto último también ha tenido un impacto sobre la expansión de la demanda de billetes y monedas.

En el trimestre que cubre el presente Informe la acumulación de activos internacionales resultó de 1,453 millones de dólares. Con la finalidad de mantener a la oferta de base monetaria en concordancia con la demanda del público, el Banco de México esterilizó el impacto monetario de dicha acumulación vía el aumento de los pasivos del banco central distintos a la base monetaria. Esto último, aunado a la disminución estacional que experimenta la demanda de

base monetaria, se tradujo en una contracción del crédito interno neto de 22,769 millones de pesos (Ver cuadro 10).

III.2.2. Agregados Monetarios

Las cifras oportunas indican que la tasa de variación anual de los agregados monetarios amplios experimentó durante el primer trimestre de 2002 una disminución marginal. Por otra parte, el medio circulante (M1) ha continuado creciendo a tasas superiores a las que lo han hecho los agregados amplios. Esto sugiere un cambio importante en la estructura de los activos financieros, el cual muy probablemente estuvo influido por la referida demanda extraordinaria de medios de pago durante la Semana Santa (Ver cuadro 11)

La operación de compra de Banamex por parte de Citigroup ha seguido reflejándose en los agregados monetarios¹⁵. En particular, al ajustarse por el efecto de dicha operación, M4 y M1 aumentaron en promedio en el primer trimestre a tasas anuales de 8.4 y 11.6 por ciento en términos reales, respectivamente.

La expansión que experimentó el ahorro financiero interno contrasta con la debilidad de la actividad económica durante el inicio de 2002. Lo anterior se explica en lo fundamental por los recursos que se canalizan a través del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR), cuyo flujo durante el primer trimestre fue 36.7 miles de millones de pesos.

Un aspecto relevante en la evolución del ahorro financiero es que ha existido una clara tendencia a una mayor participación de los valores públicos y a una disminución notable de la captación bancaria tradicional (Gráfica 16a). El aumento de la demanda de valores ha provenido principalmente de las sociedades de inversión. Estas sociedades se han convertido en el intermediario más dinámico del ahorro financiero (Ver gráfica 16b).

Por otra parte, también se han observado modificaciones importantes en la estructura de la captación bancaria. Mientras que la captación a plazo ha disminuido, los pasivos bancarios más líquidos son cada vez más importantes dentro del saldo total. (Ver gráfica 17)

Esta recomposición de la captación hacia pasivos más líquidos se ha hecho particularmente evidente en los últimos seis meses. Lo anterior en virtud de la baja generalizada

¹⁵ Ver el Informe sobre la Inflación: Octubre - Diciembre 2001, página 50.

que han mostrado las tasas de interés y de los diferenciales más estrechos entre el rendimiento de la captación a plazo y el ofrecido por las cuentas de cheques (Ver gráfica 18).

III.2.3. Financiamiento al Sector Privado

Durante el primer trimestre del año la evolución del financiamiento bancario estuvo influida en lo principal por dos factores: la continuación del proceso de cancelación de la cartera vencida de la banca y la contracción del crédito a las empresas.

Con relación al primer punto, en enero del presente año se registró una disminución del crédito vencido por 17.4 miles de millones de pesos. Ello, como resultado de la cancelación del mismo contra provisiones (Ver gráfica 19).

A la vez, el crédito total se ha visto influido por el comportamiento del crédito vigente y, en particular, por la disminución del concedido a las empresas. A marzo de 2002 este último concepto registró una reducción acumulada de 17.1 miles de millones de pesos (Gráfica 20). Sin embargo, el saldo del crédito al consumo ha continuado en ascenso mientras que el del otorgado para vivienda se ha mantenido prácticamente constante. (Ver gráfica 20)

Considerando un conjunto más amplio de oferentes de recursos financieros, es posible apreciar lo siguiente:

(a) El saldo del crédito otorgado por las Sofoles hipotecarias sigue expandiéndose. En febrero de 2002 lo hizo en 35.7 por ciento en términos reales, con respecto al nivel observado en el mismo mes de 2001. Ello contrasta con el estancamiento de ese tipo de crédito canalizado por la banca comercial; y

(b) Al cierre de febrero de 2002, el saldo del crédito concedido por las Sofoles no hipotecarias registró un aumento de 19.6 por ciento a tasa anual en términos reales. Destacan por su peso relativo en el total las Sofoles especializadas en el sector automotriz, cuyo saldo de crédito mostró en el periodo de referencia un incremento real anual de 21.3 por ciento.

Finalmente, la estabilización macroeconómica se ha traducido en menores tasas de interés, propiciándose así la reducción de los costos financieros que enfrentan las empresas y los particulares. Asimismo, la mayor estabilidad en los mercados se ha reflejado en que el crédito se ha contra-

tado a plazos más largos, tanto en lo que concierne al sector privado como al sector público (Ver gráfica 21).

IV. Perspectivas del Sector Privado¹⁶

Durante el trimestre enero-marzo de 2002, los consultores económicos modificaron sus pronósticos respecto a la evolución de las principales variables macroeconómicas en el presente año en el sentido siguiente: mayor crecimiento económico, aumento del precio del petróleo y reducción moderada de la inflación.

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

Los analistas financieros del sector privado esperan un entorno externo más favorable que el consignado en el Informe anterior. Al respecto cabe destacar lo siguiente:

(a) Los pronósticos del sector privado nacional relativos al crecimiento de la economía de los Estados Unidos en el año 2002 aumentaron considerablemente, al pasar de 1.1 por ciento a tasa anual en diciembre de 2001 a 2 por ciento en marzo. Por otra parte, el pronóstico promedio de los analistas de los Estados Unidos relativo a la expansión de la economía de ese país para todo el año se ubicó en 2.6 por ciento¹⁷. Por otra parte, algunos bancos de inversión internacionales predicen un escenario de crecimiento aún elevado en 2002. El promedio de dichos pronósticos realizados por tres corredurías¹⁸ se ubicó al momento de publicar este Informe en 2.9 por ciento (Cuadro 12). Asimismo, dichas instituciones estiman que el crecimiento en el primer trimestre de 2002 se haya situado en un intervalo entre 5 y 5.3 por ciento.

Comparación de la Medición del Crecimiento en México y en los Estados Unidos

Debido a las distintas metodologías que se utilizan para calcular las tasas de crecimiento del Producto Interno Bru-

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.

¹⁷ Fuente: Consensus Forecasts, 8 de abril de 2002.

¹⁸ Goldman Sachs, JP Morgan y Deutsche Bank.

to (PIB) y de otros indicadores económicos en México y en los Estados Unidos, dichas tasas no son directamente comparables. En México, el Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática (INEGI) tradicionalmente presenta la información económica en forma de series no ajustadas por estacionalidad. Por ello, las tasas de incremento de dichas series se miden como variaciones porcentuales con respecto al mismo periodo (mes, trimestre, etc.) del año anterior. Esta modalidad de cálculo de las tasas de crecimiento es una forma simple de remover la estacionalidad presente en las series originales. En los Estados Unidos, en contraste, las series se presentan generalmente desestacionalizadas. Por esta razón, las tasas de crecimiento se computan como variaciones porcentuales con respecto al periodo inmediato anterior (mes, trimestre, etc.) mismas que son posteriormente anualizadas. El uso de una u otra de estas metodologías puede llevar a que las tasas de crecimiento obtenidas a partir de la misma información puedan diferir sustancialmente en magnitud e inclusive en signo.

Una explicación de por qué en México tradicionalmente se ha utilizado la primera metodología, es que la excesiva volatilidad que caracterizó a la economía mexicana en décadas anteriores hacía que el uso de "filtros" para desestacionalizar las series fuese impráctico. En la medida en que la economía mexicana se ha vuelto más estable no existe razón por la cual no se pueda aplicar la metodología más común de calcular las tasas como variaciones porcentuales con respecto al periodo inmediato anterior anualizadas. En respuesta a lo anterior, el INEGI ha comenzado a publicar recientemente series ajustadas y no ajustadas por estacionalidad.

A manera de ejemplo, considérense las tasas de crecimiento anual pronosticadas para el PIB de México y de los Estados Unidos en 2002 por diversos analistas del sector privado. En la Gráfica 1 y en el Cuadro 1 se muestran dichas tasas para cada trimestre de 2002. La primera barra de la Gráfica 1 y la primera columna del Cuadro 1 corresponden a la tasa de crecimiento del PIB de México esperada por los analistas del sector privado obtenida utilizando la metodología tradicional. Esto es, a partir de la serie no ajustada del PIB trimestral, la tasa de crecimiento esperada es la variación porcentual con respecto al mismo trimestre de 2001. La segunda barra de la Gráfica 1 y la segunda columna del Cuadro 1 muestran las tasas de crecimiento trimestral del PIB de los Estados Unidos computadas aplicando la misma metodología que en México. La tercera barra de la Gráfica 1 y la tercera columna del Cuadro 1 presentan las tasas de

crecimiento trimestral del PIB de los Estados Unidos con base en la metodología tradicionalmente empleada en ese país. Es decir, a partir de la serie del PIB trimestral ajustada por estacionalidad, la tasa de crecimiento esperada es la variación porcentual con respecto al trimestre anterior anualizada. Resulta evidente tanto en la Gráfica 1 como en el Cuadro 1 que las trayectorias de las tasas de crecimiento del PIB en ambos países resultan muy similares al usarse la misma metodología para calcularlas. (Ver gráfica 1 Expectativas y cuadro 1 Expectativas)

Una vez que se estandariza la metodología para calcular las tasas de crecimiento, la senda esperada de la recuperación económica de México parece estar mucho más en sincronía con la de los Estados Unidos. Esto es, las diferencias efectivas en las tasas de crecimiento esperadas del PIB en México y en los Estados Unidos son menos amplias. El hecho de que "la tasa" de crecimiento en México sea más lenta que la de los Estados Unidos, particularmente en el primer trimestre de 2002, es consecuentemente un efecto tanto del rezago natural que hay en el repunte de la producción entre las dos economías, así como del efecto estadístico referido que surge al comparar tasas de crecimiento calculadas con metodologías distintas. Una vez que se elimina dicho efecto estadístico, el crecimiento económico esperado en México parece seguir muy de cerca al de los Estados Unidos. (Ver cuadro 12)

(b) Según los analistas de la economía mexicana, tanto nacionales como del exterior, el precio promedio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación en 2002 será de 16.9 dólares por barril.¹⁹

Los analistas modificaron su pronóstico para el nivel del tipo de cambio al cierre de 2002, pasando de 9.94 pesos por dólar en diciembre de 2001 a 9.52 pesos por dólar en marzo del presente año. Por otra parte, el precio de los futuros del peso al final de 2002 se redujo de 9.96 pesos por dólar en diciembre a 9.37 pesos por dólar en marzo. Finalmente, los especialistas encuestados estiman que el tipo de cambio cerrará en diciembre de 2003 en 9.91 pesos por dólar (Ver gráfica 22).

¹⁹ Si se toman en cuenta las cotizaciones a futuro del precio internacional del petróleo WTI (2 de abril) y la diferencia con el precio de la mezcla mexicana en esa misma fecha, se estima un precio promedio de dicha mezcla de 21.03 dólares por barril para 2002.

Los incrementos nominales de los salarios contractuales esperados por los analistas para abril y mayo son de 6.2 y 6 por ciento, respectivamente. (Ver gráfica 23)

El pronóstico del sector privado relativo al incremento del PIB real en 2002 se ajustó ligeramente al alza, de 1.42 por ciento en diciembre a 1.57 por ciento en marzo. La predicción correspondiente al crecimiento anual del PIB en 2003 es de 4 por ciento. A la vez, para el cierre del presente año se anticipan déficit respectivos de la balanza comercial y de la cuenta corriente de 11,443 y 20,284 millones de dólares. La expectativa relativa al flujo anual de IED se revisó a la baja, de 14,515 millones de dólares en diciembre a 14,151 millones de dólares en marzo.

Los indicadores sobre el clima de los negocios, las actividades productivas del sector privado y el nivel de confianza muestran una mejoría significativa respecto a lo reportado en diciembre de 2001. Así, 69 por ciento de los analistas consultados expresó que durante el próximo semestre el ambiente de los negocios será propicio y 31 por ciento mencionó que se mantendrá sin cambio.

En opinión de los analistas consultados, los principales factores que pudieran entorpecer la actividad económica durante los próximos seis meses serán los siguientes: la debilidad de los mercados externos y de la economía mundial (23 por ciento de las respuestas); la apreciación del tipo de cambio real (14 por ciento); el nivel del precio del petróleo (19 por ciento de las respuestas); la debilidad del mercado interno (10 por ciento); la política fiscal que se está instrumentando y el aumento de los costos salariales (8 por ciento de las respuestas de cada una).

IV.2. Expectativas sobre la Inflación

Los pronósticos de los analistas respecto a la inflación mensual en abril, mayo y junio de 2002 reportados en la encuesta recabada en marzo son, respectivamente, los siguientes: 0.37, 0.22 y 0.24 por ciento. Dichos pronósticos implican que la inflación anual descenderá de 4.66 por ciento en marzo a 4.52 por ciento en junio.

La predicción relativa a la inflación anual para los siguientes doce meses se redujo de 4.92 por ciento en diciembre a 4.44 por ciento en marzo. La referente al cierre de 2002 se modificó de 4.92 por ciento en diciembre a 4.58 por ciento en marzo. Finalmente, la expectativa respecto a la inflación en 2003 se ajustó a la baja, de 4.15 por ciento en diciembre a 3.78 por ciento en marzo (Ver gráfica 24).

V. Balance de Riesgos y Conclusiones

Durante el primer trimestre de 2002 la evolución de la economía mexicana estuvo condicionada de manera determinante por los siguientes factores:

- (a) La recuperación del crecimiento económico en los Estados Unidos;
- (b) La debilidad de la demanda interna; y
- (c) La amplia disponibilidad de financiamiento externo ofrecido en términos favorables.

Como se comentó en la sección correspondiente de este Informe, se espera que en el trimestre enero-marzo el crecimiento económico de los Estados Unidos haya sido sustancialmente más alto que el anticipado al inicio del año. Este resultado se sustentaría en un aumento considerable del consumo y en una recuperación significativa de la tasa de crecimiento de los inventarios. Asimismo, durante los tres primeros meses del año, la tasa de variación mensual de la producción industrial en ese país resultó positiva después de haber mostrado resultados negativos en 14 de los 15 meses que terminan en diciembre de 2001.

Debido a que el principal vínculo entre la economía mexicana y la de los Estados Unidos es el sector industrial -y en lo específico el sector manufacturero- el repunte del crecimiento en dicho sector se presentó de manera simultánea en ambos países. Así, el índice de la actividad industrial en México (con base en la serie desestacionalizada) también registró incrementos mensuales en enero y febrero. Los aumentos acumulados por este índice en México y en los Estados Unidos en el bimestre enero-febrero fueron respectivamente de 1.6 y 0.6 por ciento. Por ello, si bien la información con la que se cuenta es relativamente escasa, es razonable suponer que la sincronización que mostraron los índices de producción industrial durante la fase descendente del ciclo económico también estará presente durante la ascendente (Ver gráfica 25).

Otro agregado económico que ha exhibido una gran sincronía con su contraparte en los Estados Unidos es la formación bruta de capital fijo. De ahí la relevancia que dicha variable haya mostrado en México, con la serie desestacionalizada, tasas de crecimiento positivas en 3 de los últimos 4 meses. La información señalada también sugiere que este agregado se ha estado anticipando a la recuperación económica tal como sucedió en la desaceleración.

La información disponible sobre el comportamiento de los principales componentes de la oferta y demanda agregadas en México sugiere que el nivel de la actividad se ha estabilizado. Sin embargo, dicha información no confirma de manera contundente -como ha ocurrido en los Estados Unidos- la inminencia de la recuperación. Por tanto, si bien en el sector industrial se está presentando un fortalecimiento de la actividad en línea con el observado en el país vecino, en el resto de la economía el fenómeno todavía no es del todo patente. Lo anterior pudiera ser atribuido a que en México no se registró durante el primer trimestre una expansión tan rápida del consumo como la que se experimentó en los Estados Unidos.

La suma de estas influencias probablemente haya tenido como resultado una variación porcentual ligeramente positiva de la demanda interna (con base en datos desestacionalizados). Lo anterior reforzaría el efecto del aumento de la demanda externa.

La oferta de recursos externos ha sido suficiente para cubrir las necesidades de la economía a un costo bajo e incluso decreciente. Ello ha sido congruente con una mayor oferta global de recursos a los mercados emergentes, lo cual se manifestó en la disminución de la tasa de rendimiento neto del índice EMBI+ (sin Argentina) y en el fortalecimiento del tipo de cambio. Esto último fue reflejo de los siguientes dos factores: el otorgamiento del grado de inversión por parte de Standard & Poor's y la reactivación de la economía de los Estados Unidos.

La desaceleración económica, la estabilidad del déficit de la cuenta corriente y la oferta suficiente de capitales externos han coadyuvado a generar un entorno favorable para el descenso de la inflación en México. Ello, debido a que la moderación del crecimiento de la demanda agregada y una amplia oferta de recursos externos limitaron la capacidad de los productores para trasladar a los precios de los bienes no comerciables los aumentos que han registrado los costos unitarios de la mano de obra. Además, la debilidad de la demanda interna ha sido un elemento coadyuvante a la desaceleración del ritmo de incremento de los salarios contractuales. Asimismo, al propiciar la estabilidad del tipo de cambio, los capitales externos han inducido un debilitamiento considerable de las presiones alcistas sobre los precios de los bienes comerciables. Sin embargo, es importante resaltar que durante el primer trimestre del año también se presentaron factores que afectaron negativamente la evolución de los precios. En particular, merecen mención los siguientes:

- (a) El aumento de los precios administrados y concertados;
- (b) La reforma fiscal tuvo un efecto ligeramente alcista sobre los precios; y
- (c) Si bien el ritmo de incremento de los salarios contractuales se ajustó a la baja, esto no se ha reflejado todavía en la inflación subyacente de los servicios.

Debido a que a la fecha los primeros dos elementos no contaminaron el proceso de formación de las expectativas y la determinación de los salarios contractuales, es previsible que su influencia sobre el crecimiento de los precios resulte transitoria. Respecto al tercer factor, es de esperarse que a lo largo del año la menor tasa de crecimiento de los salarios contractuales se traduzca en una inflexión a la baja de la inflación anual del subíndice subyacente de los servicios.

Para el resto de 2002 resulta razonable suponer que el desenvolvimiento de la economía nacional se encontrará nuevamente condicionado por la evolución de los elementos externos e internos mencionados. En particular, las expectativas de crecimiento económico para los Estados Unidos y los indicadores adelantados relativos a la economía mexicana sugieren que, a partir del segundo trimestre, se materializará un repunte en la tasa de crecimiento del PIB real. Asimismo, también se espera que la inflación subyacente anual se mantenga en la trayectoria descendente que ha venido siguiendo y que la inflación general converja hacia el objetivo. Sin embargo, en cuanto a esta última, es previsible que, debido a la volatilidad de los subíndices que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente, en algunos meses tengan lugar desviaciones transitorias alrededor de la tendencia descendente de mediano plazo. Tal es el caso de la inflación de los precios agrícolas, la cual fue alta en la segunda quincena de marzo. Así, la herencia para la inflación de dicho subíndice y para el INPC en abril será elevada. Para el segundo trimestre se espera que la inflación subyacente anual descienda y se ubique por debajo de 4.5 por ciento. Por otra parte, se anticipa que la inflación medida por el INPC se mantenga relativamente constante. Este último resultado podría verse afectado de ocurrir aumentos significativos en los precios de los bienes y servicios administrados y concertados y de los productos agropecuarios.

A continuación, se presentan los principales supuestos que conforman el escenario base del Banco de México relativos

a la evolución del entorno externo para lo que resta de 2002:

(a) El pronóstico referente al crecimiento económico que se logrará en el presente año en los Estados Unidos se ha revisado de 0.7 por ciento en el Programa Monetario para 2002 publicado en enero, a 2.2 por ciento en la actualidad. Esta modificación se apoya en la importante diferencia entre el crecimiento vigoroso probable en el primer trimestre y el que se había anticipado en enero. Asimismo, con base en el buen desempeño logrado en el primer trimestre, el incremento esperado del PIB real para el segundo se revisó al alza, ajustándose simultáneamente a la baja el repunte previsto para los últimos dos trimestres del año. Este pronóstico de crecimiento es similar al que publicó recientemente el FMI²⁰ y al del consenso de los analistas (2.1 por ciento). Cabe destacar que aunque la variación prevista para la producción industrial se modificó de -0.7 por ciento en enero a 0.2 por ciento en la actualidad, esta revisión es menor que la aplicada al pronóstico de crecimiento del producto;

(b) Con fundamento en las cotizaciones a futuro del precio del petróleo WTI, y considerando un diferencial con la mezcla mexicana similar al registrado en los últimos meses, el pronóstico es que en 2002 el precio promedio de dicha mezcla se ubique en aproximadamente 19 dólares por barril; y

(c) La evolución reciente de los mercados financieros permite prever que en el segundo trimestre las condiciones y disponibilidad de financiamiento externo serán comparables a las prevalecientes en el primero. Para el segundo semestre, la estimación es que el incremento de las tasas de interés internacionales reduzca, aunque sólo ligeramente, la disponibilidad de recursos para los mercados emergentes. Sin embargo, en un contexto de tasas de interés internacionales crecientes, las economías emergentes a las que se ha otorgado el grado de inversión, como es el caso de México, resentirán en menor medida la contracción del flujo de recursos.

Como parece sugerirlo la evidencia preliminar del primer trimestre de 2002, la reactivación económica en los Estados Unidos se está transmitiendo hacia México en primera instancia a través del repunte de la actividad industrial. Por

otra parte, los indicadores del consumo correspondientes al primer trimestre, así como las perspectivas de un crecimiento moderado del empleo, señalan que durante la primera mitad del año la contribución del consumo a estimular la expansión económica en México será limitada. No obstante, se espera que repunte en la segunda mitad del año, en la medida que se reactive la generación de empleos. En congruencia con la probable debilidad que exhibirá la demanda interna durante el primer semestre, y con la rápida reactivación de la actividad económica en los Estados Unidos, la contribución de las cuentas externas al crecimiento económico de México aumentará.

Con base en los supuestos presentados anteriormente y en la información disponible sobre el curso de la economía mexicana en el primer trimestre de 2002, el Banco de México revisó sus pronósticos para el desenvolvimiento de las principales variables macroeconómicas en 2002. Los resultados más destacados de este ejercicio son los siguientes:

Crecimiento Económico: La estimación del crecimiento del PIB real se modificó al alza, de 1.5 por ciento en enero a 1.8 por ciento a la fecha de publicación de este Informe. Ello, en función de la mejoría del pronóstico relativo a la producción industrial en los Estados Unidos y del aumento previsible del precio del petróleo. Por otra parte, la expansión esperada del gasto público se redujo debido al recorte del gasto dado a conocer por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público el 2 de abril. Esto último ocasionó una disminución de poca cuantía en la expectativa de crecimiento del PIB, la cual vino a compensar parcialmente la contribución positiva de los dos elementos anteriores.

Cuenta Corriente: El déficit esperado para la cuenta corriente en 2002 disminuyó de enero a la fecha, pasando de 3.2 a 3 por ciento del PIB. Lo anterior se fundamenta en los siguientes factores:

(a) La expectativa de un aumento de los ingresos por concepto de exportaciones petroleras; y

(b) La disminución del déficit de la balanza comercial propiciada por un mayor crecimiento económico en los Estados Unidos junto con el limitado repunte de la demanda interna.

Inflación: La evolución reciente de la inflación anual, tanto la relativa al índice general como al subyacente, y la postura actual de la política monetaria son compatibles con el cumplimiento del objetivo establecido para el año. Sin em-

²⁰ World Economic Outlook, abril 2002.

bargo, como se mencionó, la volatilidad que ha exhibido la inflación anual del subíndice de los precios agropecuarios podría inducir fluctuaciones impredecibles en la del INPC.

A continuación se señalan los principales riesgos externos a los que está expuesto el escenario base:

(a) Un crecimiento económico en los Estados Unidos sustancialmente menor que el esperado; y

(b) Una importante contracción de los flujos de capital hacia los mercados emergentes. Ello, como consecuencia de que las tasas de interés internacionales aumentaran muy por encima del nivel incorporado actualmente en los futuros y en las tasas de interés de largo plazo.

Si bien el primer riesgo ha disminuido, a la luz de la evolución favorable de los principales indicadores económicos de los Estados Unidos en meses recientes, subsiste la percepción de que la economía de dicho país podría sufrir una recaída en la segunda mitad del año y regresar a un entorno de lento crecimiento. Lo anterior, en razón de que persisten algunos desequilibrios macroeconómicos de consideración. En consecuencia, aún está presente la probabilidad de que el crecimiento del consumo privado experimente una reducción, lo cual muy probablemente conduciría a un debilitamiento importante de la tasa de expansión del PIB.

Otro factor que podría inducir una desaceleración pronunciada del crecimiento económico en los Estados Unidos, es el aumento de los precios del petróleo. Si los precios del petróleo se mantuviesen elevados por un periodo considerable, su efecto sobre el ingreso disponible de la población sería negativo, lo cual podría afectar de manera adversa al consumo.

El segundo factor de riesgo externo estaría asociado a una situación en la cual las presiones inflacionarias en los Estados Unidos resultasen mayores que las anticipadas y que el aumento de las tasas de interés superara por un margen importante a las expectativas del mercado. Si ocurriera lo anterior, ello incidiría desfavorablemente sobre el costo y la oferta de financiamiento externo a las economías emergentes. Ahora bien, dentro del conjunto de dichas economías, las que cuentan con grado de inversión y fundamentos macroeconómicos sólidos serían las menos afectadas. No obstante, sería aventurado descartar un impacto eventual sobre los flujos de capital hacia México.

La materialización de cualquiera de estos dos escenarios obstaculizaría al crecimiento económico en México. En el primer caso, el efecto se transmitiría a través de la cuenta corriente en la forma de una caída de las exportaciones y de la actividad productiva. En el segundo, la perturbación se originaría en la cuenta de capitales y causaría un encaucamiento del financiamiento externo, un aumento de las tasas de interés y, por ende, una contracción de la demanda interna.

El efecto sobre la inflación de estos escenarios sería ambiguo, debido a que, por un lado, un crecimiento económico más pausado estaría asociado a un debilitamiento de las presiones inflacionarias. Sin embargo, en el primer escenario la incidencia desfavorable sobre las exportaciones y sobre la actividad económica en México podría ampliar los déficit externos. Asimismo, en los dos escenarios planteados tal vez se observaría una demanda más débil por activos del país. Estos factores podrían dar lugar a una depreciación del tipo de cambio, lo cual conllevaría presiones inflacionarias adicionales.

El principal elemento interno de riesgo, que daría lugar a una modificación del escenario base, estaría asociado a un deterioro de las perspectivas de expansión de mediano plazo de la economía nacional. Ello podría materializarse si la economía de los Estados Unidos mostrara un repunte vigoroso, mientras que la mexicana se recuperara lentamente.

En un escenario como el planteado, probablemente el tipo de cambio experimentaría una depreciación. Ello, en razón de que, como se comenta en el documento, la reciente fortaleza del peso se ha sustentando en expectativas favorables respecto al crecimiento económico y a la profundización del proceso de convergencia con las economías desarrolladas de América del Norte. De alterarse desfavorablemente dichas perspectivas, tendría lugar quizá una corrección del precio de los activos nacionales, en lo principal a través de una depreciación del tipo de cambio.

Si la depreciación afectase adversamente la formación de expectativas de inflación, ello requeriría de la aplicación de una política monetaria restrictiva, a fin de poder alcanzar las metas propuestas. Es probable, sin embargo, que la intensidad de la transmisión de las depreciaciones cambiarias a la inflación interna se haya atenuado en los últimos años.

A manera de conclusión, cabe recalcar, como se ha hecho en Informes previos, que si bien la actividad económica mundial parece estar recuperándose, la expectativa es que

las economías de los principales socios comerciales de México crezcan, en el plazo cercano, a tasas sostenidas menores que las registradas en el periodo 1995-2000. Por ello, para alcanzar las tasas de expansión económica en México necesarias para generar los empleos que el crecimiento poblacional requiere, y simultáneamente elevar el nivel de vida, es imprescindible avanzar en la agenda de reformas estructurales pendientes. Estas permitirían alcanzar un mayor aumento de la productividad, una vigorosa creación de empleos, incrementos sostenibles en el salario real y mayor crecimiento del PIB. Entre éstas cabe destacar las siguientes: la consolidación de la estabilidad macroeconómica; la reforma del sector de energía; la reforma laboral; la continuación del proceso de desregulación de la economía; la promoción del desarrollo del mercado de capitales así como el logro de mayores tasas de ahorro interno; el estímulo a la inversión en infraestructura, educación, salud y tecnología; y mejorar significativamente la seguridad física, patrimonial y jurídica.

Pese a que la economía de los Estados Unidos se encuentra ya en proceso de recuperación, es todavía incierto que ello se traduzca inmediatamente en una actividad igualmente vigorosa en México, que permitiera una generación de empleos suficiente para atender las demandas de los nuevos entrantes a la fuerza de trabajo y reponer los puestos de trabajo perdidos.

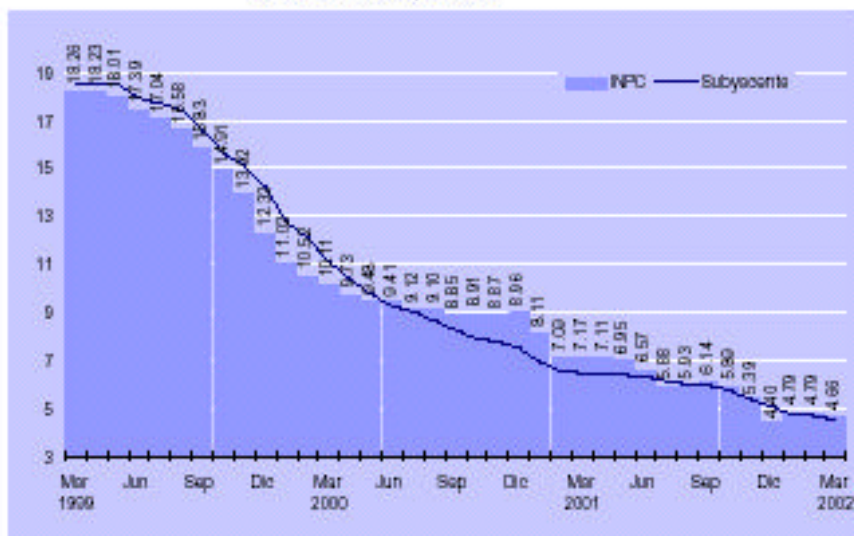
Lo anterior pone de relieve la urgencia de conseguir resultados palpables en al menos dos frentes. Por un lado, en las mencionadas reformas estructurales pendientes, las cuales redundarían en un entorno mucho más propicio para la inversión y abrirían oportunidades hoy cerradas a ésta. Por

otro, es preciso que en las revisiones de los salarios contractuales nominales, trabajadores y empresas lleguen a acuerdos congruentes con la evolución esperada de la inflación y con las ganancias sostenibles en la productividad de la mano de obra. La creación sostenida de fuentes de trabajo más numerosas y mejor remuneradas necesariamente se fundamenta en incrementos en la productividad que trasciendan consideraciones de índole cíclica.

Para contribuir a la estabilidad macroeconómica, la Junta de Gobierno del Banco de México reitera su intención de mantener las condiciones monetarias compatibles con la meta de alcanzar una inflación anual del INPC que no exceda de 4.5 por ciento para diciembre de este año y de lograr la convergencia con una inflación de aproximadamente 3 por ciento en 2003. Ello, junto con la recuperación anticipada de la actividad económica, coadyuvará a elevar de forma significativa el bienestar de la población mexicana.

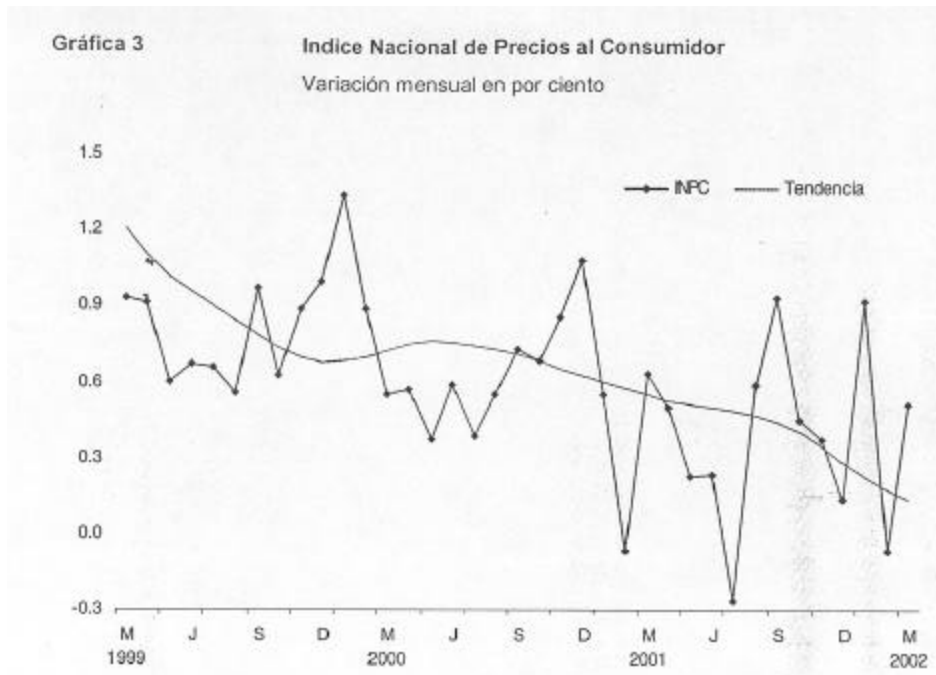
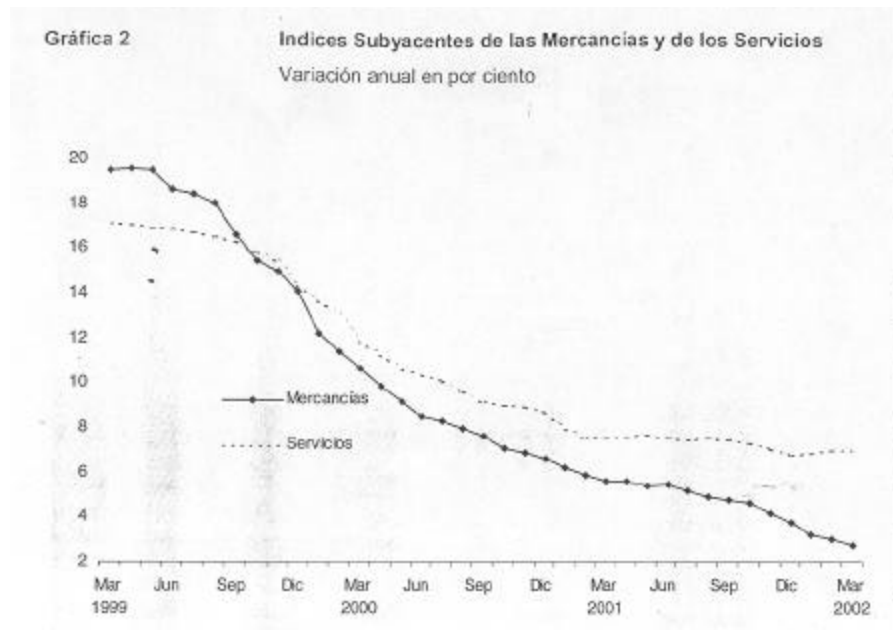
Las estadísticas que produce el Banco de México son sometidas a un proceso continuo de mejora y actualización. Por ello, al contarse con los resultados más recientes de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares, se decidió poner en marcha los trabajos para el cambio de base del INPC. Desde 1995 y hasta la fecha, dicho índice se ha calculado con referencia al año de 1994. El proyecto culminará con la adopción de la segunda quincena de junio de 2002 como la nueva base de comparación para los precios de los bienes y servicios que integran el INPC. En los próximos días se emitirá un boletín de prensa con la explicación detallada de la metodología que se empleó para llevar a cabo el referido cambio de base.

Gráfica 1 Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



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

	Variaciones anuales			Variaciones trimestrales		
	Mar 2002/ Mar 2001	Dic 2001/ Dic 2000	Mar 2001/ Mar 2000	Mar 2002/ Dic 2001	Dic 2001/ Sep 2001	Mar 2001/ Dic 2000
INPC	4.66	4.40	7.17	1.37	0.97	1.12
Subyacente	4.54	5.08	6.46	1.67	0.78	2.20
Mercancías	2.84	3.85	5.66	1.01	0.46	2.01
Servicios	7.02	6.87	7.66	2.61	1.26	2.46
Agropecuarios	2.85	1.35	3.98	-4.95	0.10	-6.33
Educación	13.61	14.02	14.63	0.98	0.05	1.35
Administrados y Concertados	4.58	2.21	10.62	4.51	2.45	2.15
Administrados	1.35	-1.26	16.69	4.73	4.83	2.03
Concertados	7.28	5.13	6.01	4.34	0.66	2.24

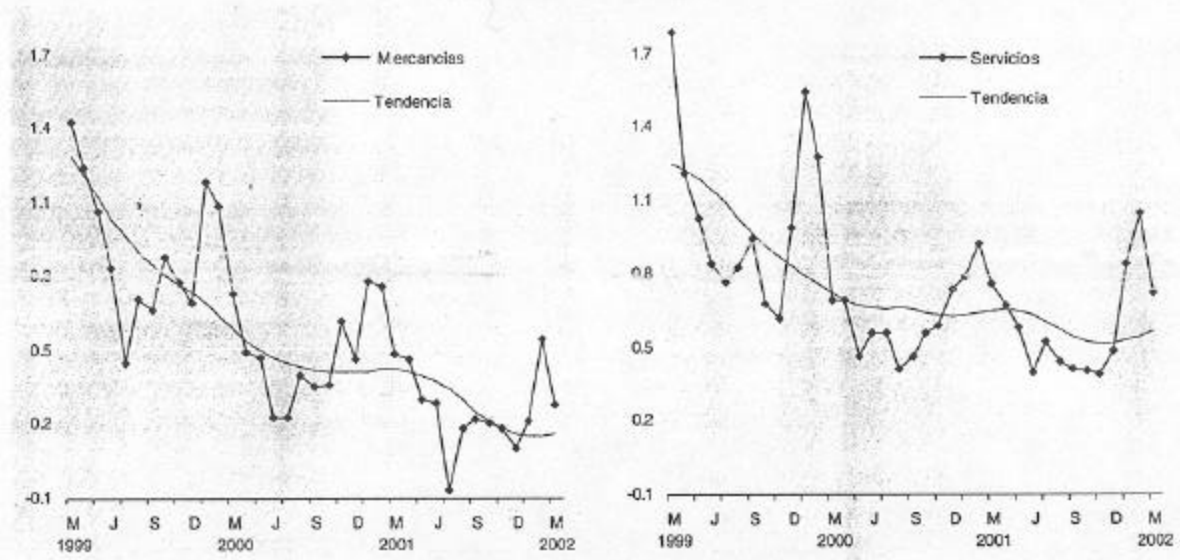


Cuadro 2 **Infación Mensual Observada y Esperada**
Por ciento

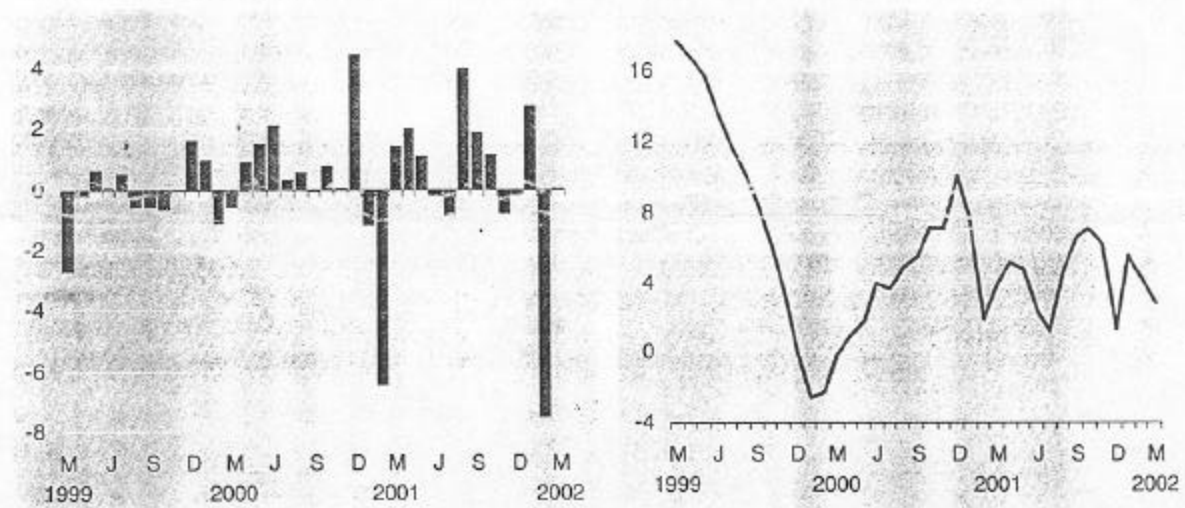
	2002		2001	
	Observada	Esperada ^{1/}	Observada	Esperada ^{1/}
Enero	0.92	0.92	0.55	1.13
Febrero	-0.06	0.48	-0.07	0.73
Marzo	0.51	0.39	0.63	0.53

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

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

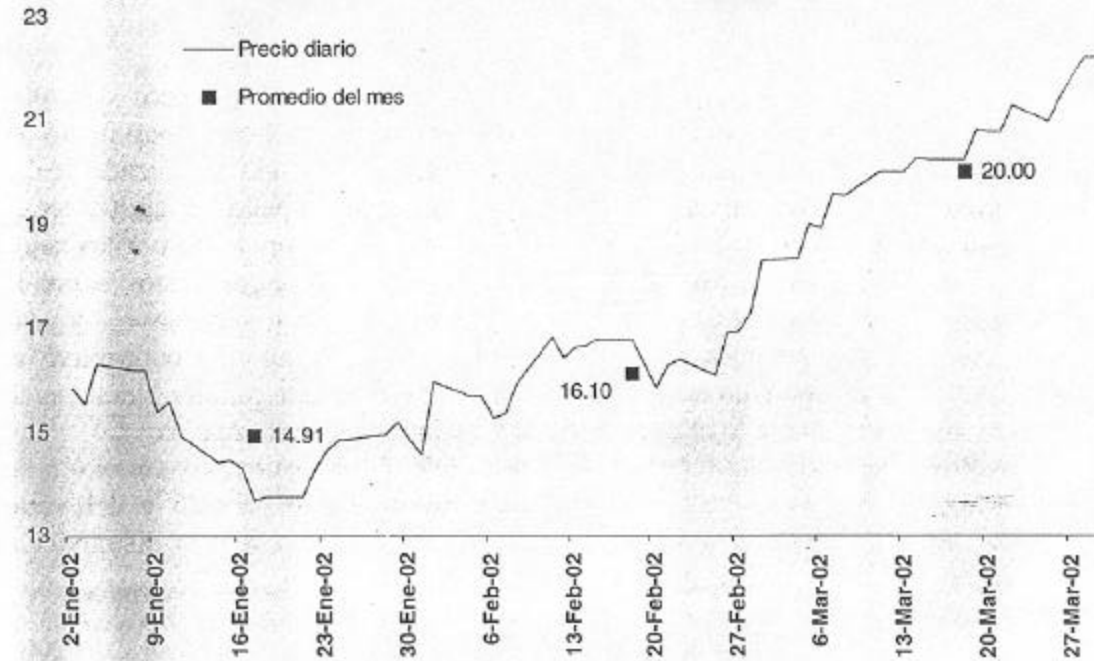


Gráfica 5 **Índice de Precios de los Productos Agropecuarios**
Variación mensual en por ciento Variación anual en por ciento



Gráfica 6

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



Fuente: REUTERS

Cuadro 3

Pronósticos del Crecimiento de los Estados Unidos

Variación anual en por ciento

	Principios de enero 2002		Principios de abril 2002	
	i/2002	2002	i/2002	2002
Consensus Forecasts ^{1/}	0.1	0.9	n.a.	2.6
Deutsche Bank	0.5	0.7	5.3	3.1
Goldman Sachs	2.0	1.0	5.0	2.4
JP Morgan	1.0	0.6	5.0	3.1

^{1/} En la publicación del Consensus Forecasts del 8 abril de 2002 se reporta el pronóstico del crecimiento anual del PIB levantado en esa fecha, mientras que el pronóstico trimestral se refiere a la encuesta realizada el 11 de marzo de 2002. Por ese motivo no se hace referencia al pronóstico trimestral en este documento.

n.a. No disponible.

Cuadro 4

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

Variaciones en por ciento

	2000	2001	2002 ^{e/}	2003 ^{e/}
Mundo	4.7	2.5	2.8	4.0
Economías Avanzadas	3.9	1.2	1.7	3.0
Estados Unidos	4.1	1.2	2.3	3.4
Japón	2.2	-0.4	-1.0	0.8
Alemania	3.0	0.6	0.9	2.7
Francia	3.6	2.0	1.4	3.0
Italia	2.9	1.8	1.4	2.9
Reino Unido	3.0	2.2	2.0	2.8
Canadá	4.4	1.5	2.5	3.6
Resto	5.2	1.6	2.5	3.7
Unión Europea	3.4	1.7	1.5	2.9
ERI ^{1/} de Asia	8.5	0.8	3.6	5.1
Latinoamérica	4.0	0.7	0.7	3.7

1/ Economías de Reciente Industrialización

e/ estimado

Fuente: World Economic Outlook, abril 2002, FMI.

Cuadro 5

Remuneraciones por Trabajador

Variación anual en por ciento

	Nominal								Real							
	2001						2002	Promedio	2001						2002	Promedio
	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene ^{1/}	2001*	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene ^{1/}	2001*
Industria Manufacturera	13.7	10.4	12.7	13.4	12.9	14.7	11.6	13.0	7.4	4.2	6.2	7.1	7.2	9.8	6.5	6.3
Industria Maquiladora	13.1	15.1	13.7	14.8	12.9	13.3	14.7	14.0	6.8	8.7	7.1	8.4	7.2	8.5	9.4	7.2
Industria de la Construcción	17.6	9.0	6.4	11.1	9.2	n.d.	n.d.	14.9	11.1	2.9	0.2	4.9	3.6	n.d.	n.d.	8.0
Sector Comercio	6.5	7.1	5.0	5.1	4.3	6.3	7.7	5.7	0.5	1.1	-1.1	-0.7	-1.0	1.8	2.8	-0.5

1/ La información de enero de 2002 para las manufacturas corresponde al Índice de Salarios Manufactureros elaborado por el Banco de México con información de la Encuesta Industrial Mensual del INEGI

n.d. No disponible.

* Únicamente en la industria de la Construcción el promedio es de enero a noviembre de 2001.

Fuente: Elaborado con información del INEGI.

Cuadro 6 **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									
	2001						2002 Ene ^{1/}	Promedio 2001*	2001						2002 Ene ^{1/}	Promedio 2001*
	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic			Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic		
Industria Manufacturera	1.2	0.7	0.1	1.9	3.0	2.3	3.2	1.0	6.1	3.5	6.2	5.1	4.0	7.4	3.2	5.2
Industria Maquiladora	-6.5	-1.5	-4.5	-3.3	-2.2	2.9	5.0	-2.8	14.3	10.4	12.2	12.0	9.5	5.4	4.3	10.2
Industria de la Construcción	-4.1	-5.5	-6.9	2.7	0.7	n.d.	n.d.	-3.2	15.8	8.9	7.6	2.2	2.9	n.d.	n.d.	11.6
Sector Comercio	-10.7	-10.6	-11.8	-10.1	-9.7	-4.8	-4.2	-7.7	12.6	13.1	12.1	10.5	9.6	6.9	7.3	7.7

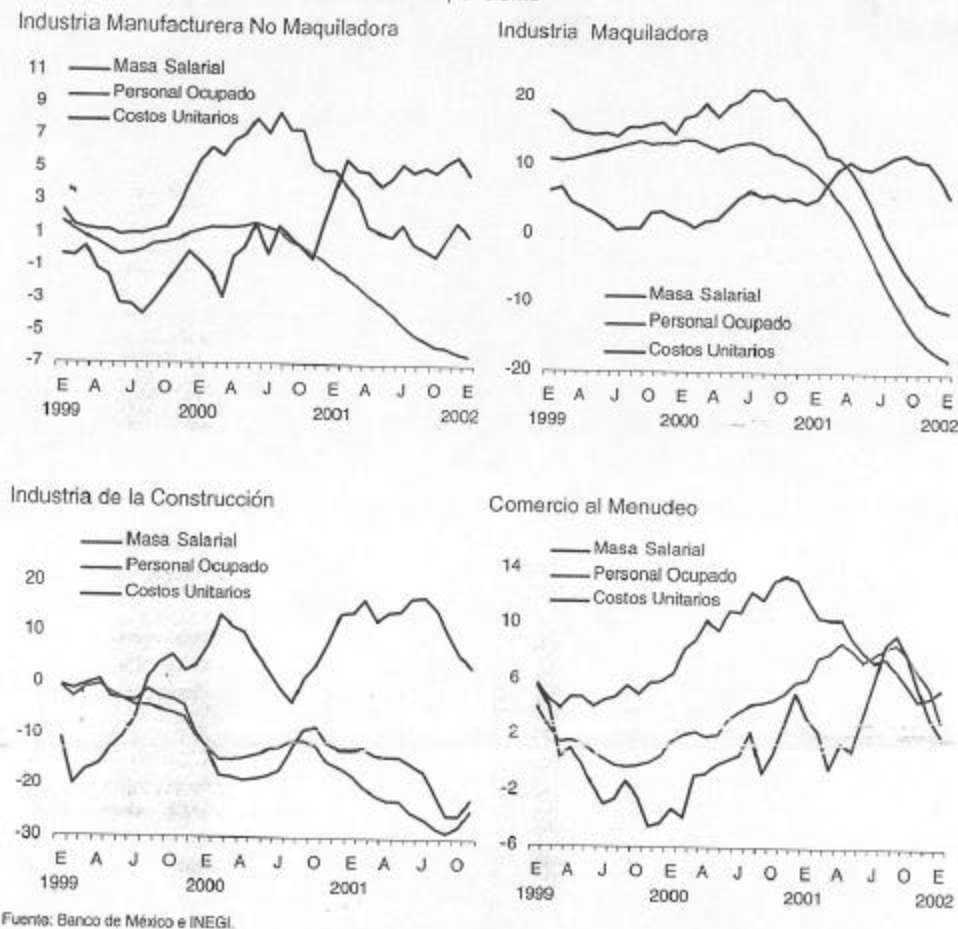
1/ La información de enero de 2002 para las manufacturas corresponde al Índice de Salarios Manufactureros elaborado por el Banco de México con información de la Encuesta Industrial Mensual del INEGI

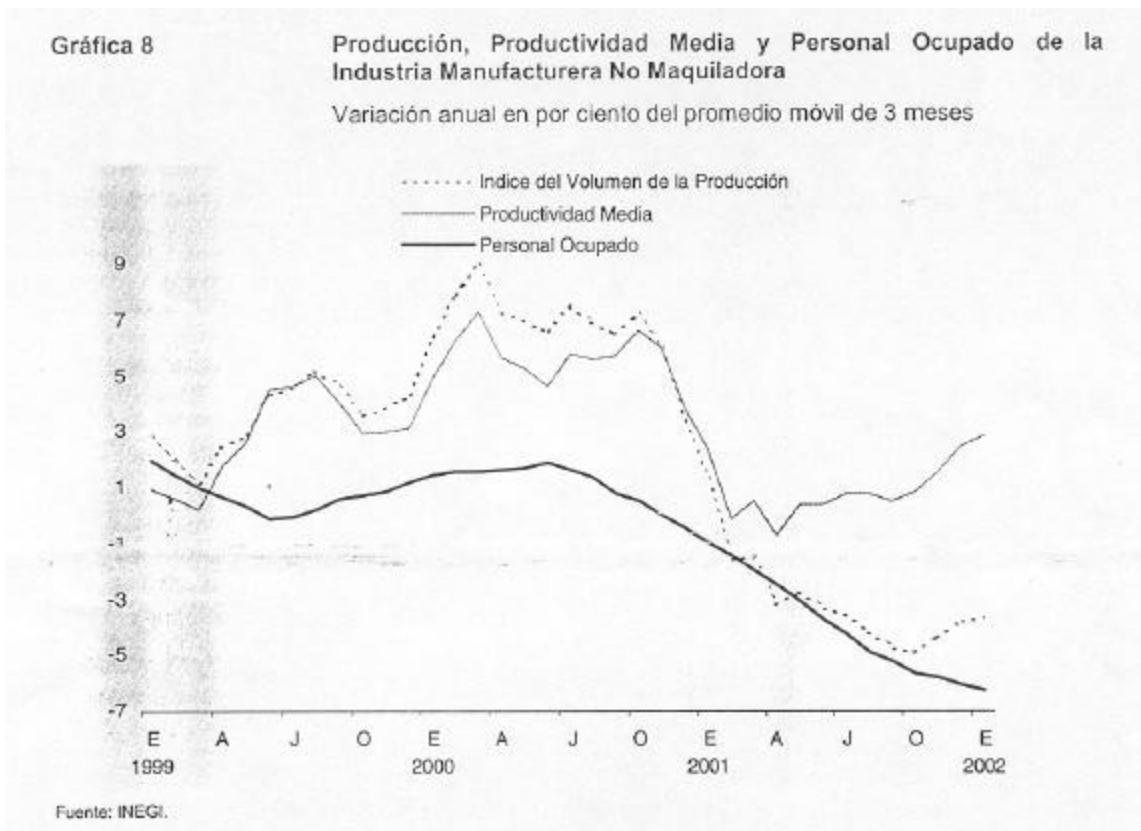
n.d. No disponible.

* Únicamente en la industria de la Construcción el promedio es de enero a noviembre de 2001.

Fuente: Elaborado con información del INEGI.

Gráfica 7 **Masa Salarial, Personal Ocupado y Costos Unitarios**
Variación anual en por ciento





Gráfica 9 Salarios Contractuales e Inflación Esperada para los Siguientes 12 Meses

Variación anual en por ciento



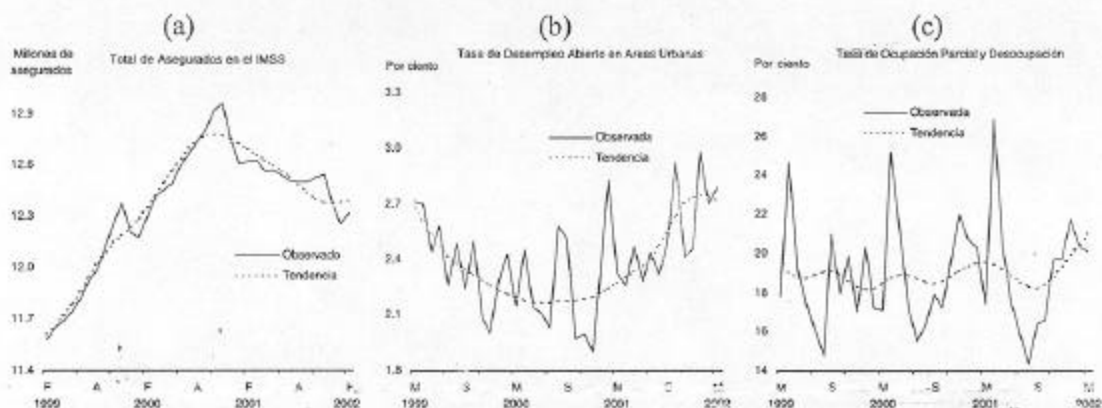
Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México y Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

Cuadro 7 Salarios Contractuales por Sectores
Variación anual en por ciento

	2001						2002		
	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar*
Manufacturas	9.0	10.1	10.1	9.1	6.3	6.8	7.0	6.9	6.2
Otros Sectores	9.0	9.9	9.1	6.7	7.3	9.3	6.4	6.8	6.0

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

Gráfica 10 Indicadores de Empleo y Desempleo
Series de Tendencia



Fuente: IMSS e INEGI.

Cuadro 8 Demanda y Oferta Agregadas en 2001
Variación en por ciento

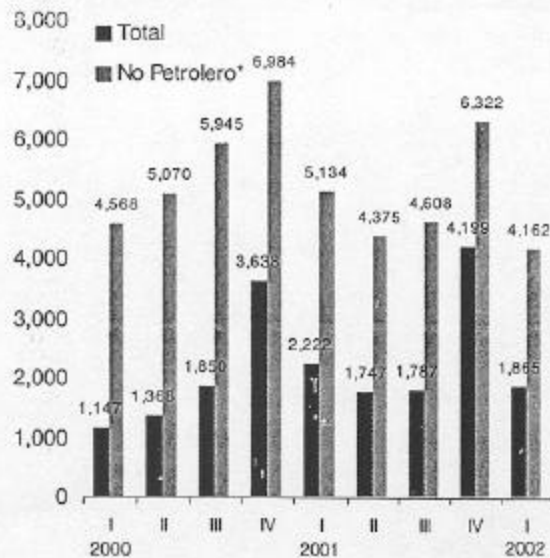
	Variación real anual en por ciento					Variación real trimestral en por ciento (serie desestacionalizada)			
	2001					2001			
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Anual	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.
Oferta Agregada	2.8	0.2	-3.4	-3.3	-1.0	-0.8	-0.5	-1.4	-0.1
PIB	2.0	0.1	-1.5	-1.6	-0.3	-0.5	-0.1	-0.3	-0.4
Importaciones	5.2	0.6	-8.0	-7.7	-2.9	-1.7	-1.5	-4.3	1.0
Demanda Agregada	2.8	0.2	-3.4	-3.3	-1.0	-0.8	-0.5	-1.4	-0.1
Consumo Total	5.3	3.1	1.1	1.8	2.8	1.2	0.3	-0.1	0.5
Privado	6.6	4.1	1.6	1.5	3.4	1.1	0.3	-0.2	0.3
Público	-3.5	-3.2	-3.5	3.3	-1.4	1.6	-0.1	0.4	1.2
Inversión Total	0.5	-5.5	-8.9	-9.1	-5.9	-2.4	-2.4	-3.4	-1.1
Privada	-1.2	-5.2	-1.3	-12.8	-5.1	-6.3	-2.2	-0.8	-1.9
Pública	12.8	-7.6	-38.0	6.6	-9.6	24.2	-3.2	-17.2	3.9
Exportaciones	2.6	-1.7	-9.5	-10.9	-5.1	-4.4	-0.9	-3.5	-1.7

Fuente: INEGI y desestacionalización del Banco de México.

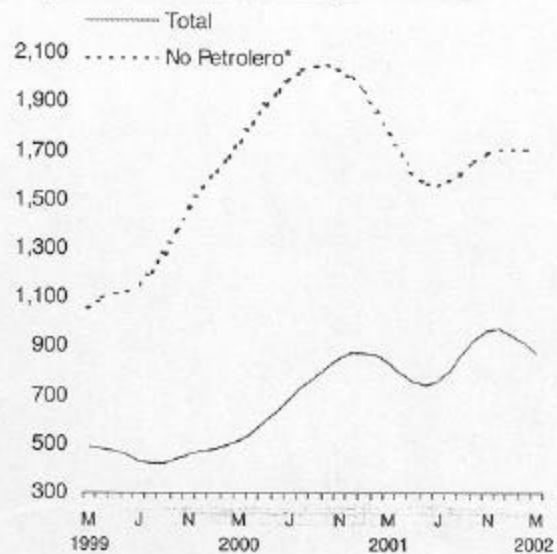
Gráfica 11 Déficit de la Balanza Comercial, Total y sin Petróleo

Millones de dólares

Trimestral



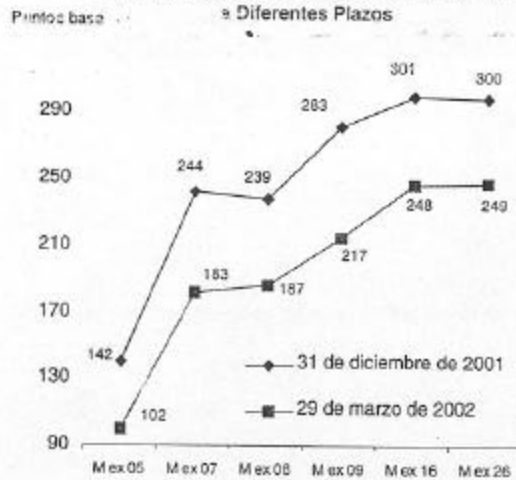
Tendencia



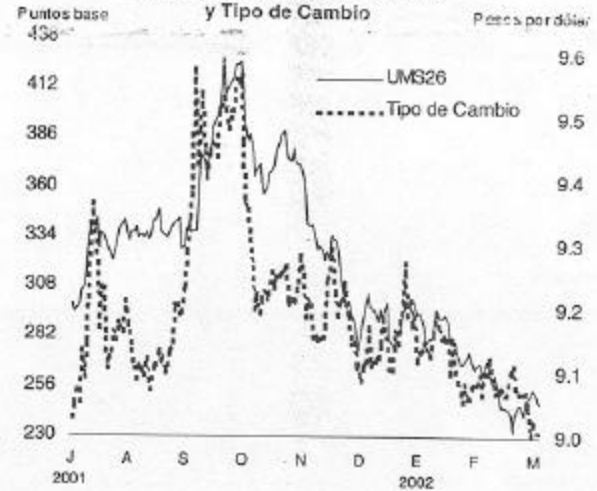
* Excluye las exportaciones petroleras y las importaciones de gasolina, gas butano y gas propano.

Gráfica 12 Indicadores del Riesgo País y Tipo de Cambio

Rendimiento Neto de la Deuda Pública Externa a Diferentes Plazos



Rendimiento Neto del Bono UMS26 y Tipo de Cambio



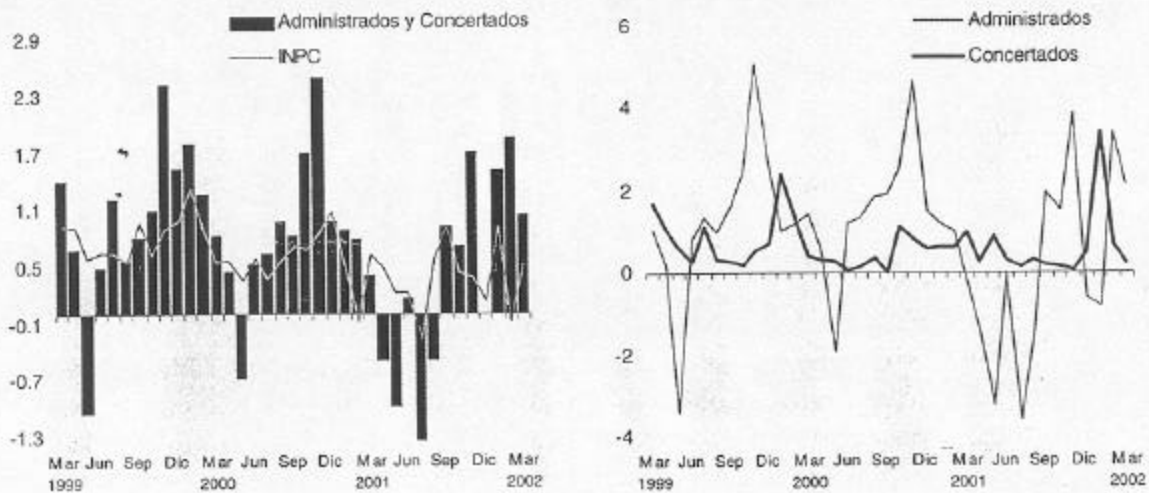
Fuente: Bloomberg y Banco de México.

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

Gráfica 13

Indice de Precios de los Bienes Administrados y Concertados e INPC

Variación mensual en por ciento

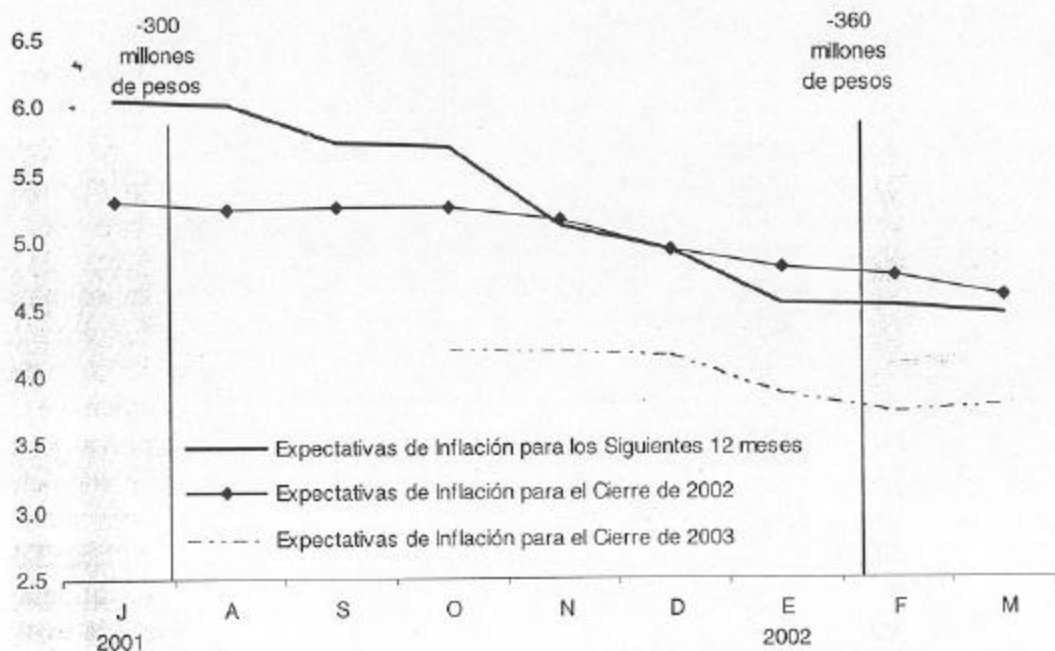


Cuadro 9

Contribución de los Componentes del INPC a la Inflación Anual
Puntos porcentuales

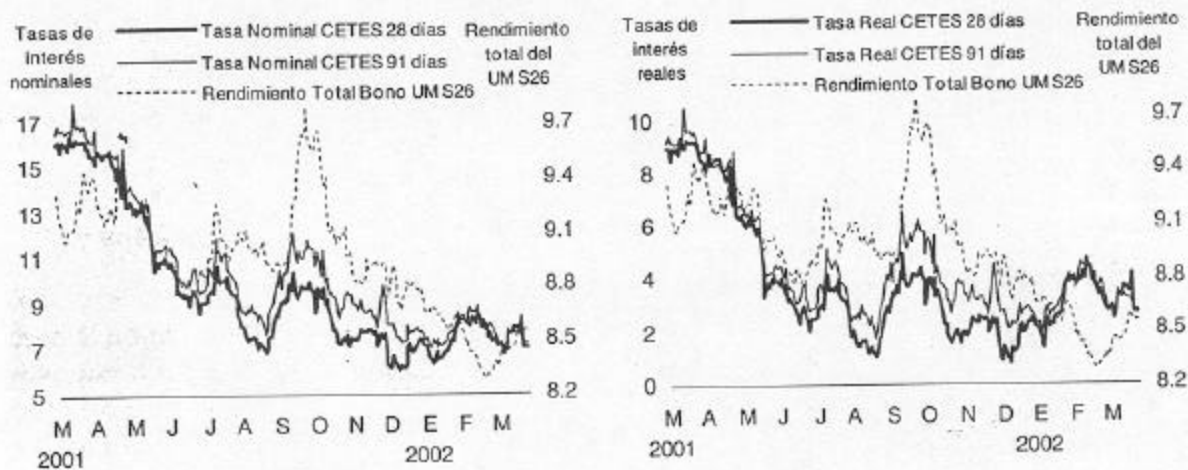
	Marzo-2002	Diciembre-2001	Marzo-2001
INPC	4.66	4.40	7.17
Subyacente	3.04	3.36	4.35
Mercancías	1.13	1.52	2.28
Servicios	1.91	1.84	2.07
Agropecuarios	0.32	0.16	0.46
Educación	0.46	0.47	0.46
Administrados y Concertados	0.84	0.41	1.90
Administrados	0.11	-0.10	1.29
Concertados	0.73	0.51	0.61

Gráfica 14 Expectativas de Inflación y Objetivo de Saldos Acumulados ("Corto")



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

Gráfica 15 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales^{1/} y Rendimiento Total del Bono UMS26
Por ciento



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

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

	SalDOS		Flujos efectivos acumulados
	Al 31 diciembre 2001	Al 31 marzo 2002	al 31 de marzo de 2002
(A) Base Monetaria (Pesos)	225,580	216,309	-9,272
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{2/}	411,315	417,532	13,497
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	44,857	46,310	1,453
Variación de Activos Internacionales Netos			1,453
<i>Pemex</i>			<i>3,382</i>
<i>Gobierno Federal</i>			<i>-2,004</i>
<i>Otros</i>			<i>75</i>
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-185,735	-201,223	-22,769
Memorándum:			
(D) Reserva Internacional (Dólares) ^{3/}	40,880	42,229	1,349

- 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. La diferencia entre los saldos de activos internacionales netos expresados en moneda nacional no corresponde al concepto de flujos efectivos, debido a que los saldos se valúan al tipo de cambio del día. Esta consideración también explica que las diferencias entre los saldos de crédito interno neto no sean iguales a los flujos efectivos reportados.
- 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.

Cuadro 11 Agregados Monetarios
Variación real anual de los saldos promedio en por ciento

	2001				2002
	ene-mar	abr-jun	jul-sep	oct-dic	ene-mar
M1	6.8	3.5	7.6	13.0	16.2
Billetes y Monedas en Poder del Público	7.3	3.1	6.3	4.9	10.5
Cuentas de Cheques M.N.	4.1	3.1	4.2	8.1	10.0
Cuentas de Cheques M.E.	6.5	-1.3	22.0	60.7	59.6
Depósitos en Cuenta Corriente	17.6	10.2	13.5	16.7	22.3
M4	6.4	6.7	8.9	10.3	9.4
Captación Bancaria	-10.3	-7.2	-3.0	1.0	-3.9
Valores Públicos ^{1/ 2/}	37.1	31.1	26.9	25.0	25.2
Valores Privados ^{2/}	20.0	10.6	6.1	10.6	26.3
Fondos de Ahorro para el Retiro (sin Siefores) ^{3/}	18.3	17.3	14.8	13.7	12.6

1/ Incluye valores del Gobierno Federal, BPAS y BREMS.

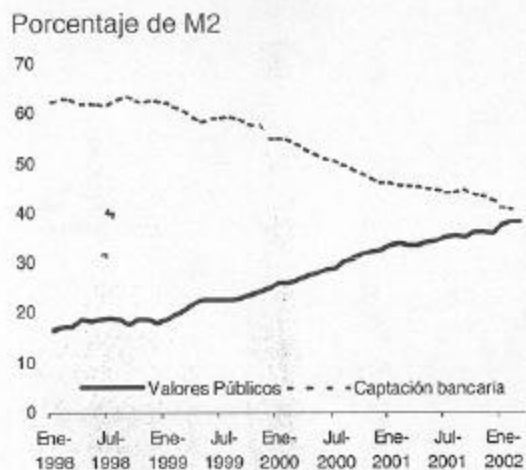
2/ Incluye la tenencia de Siefores.

3/ Incluye los fondos para la vivienda y los fondos para el retiro en el Banco de México.

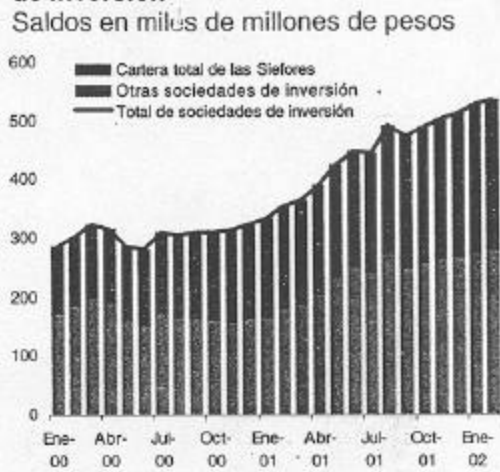
Gráfica 16

Principales Componentes de M2

a) Captación Bancaria y Valores Públicos %/



b) Cartera de Valores de las Sociedades de Inversión

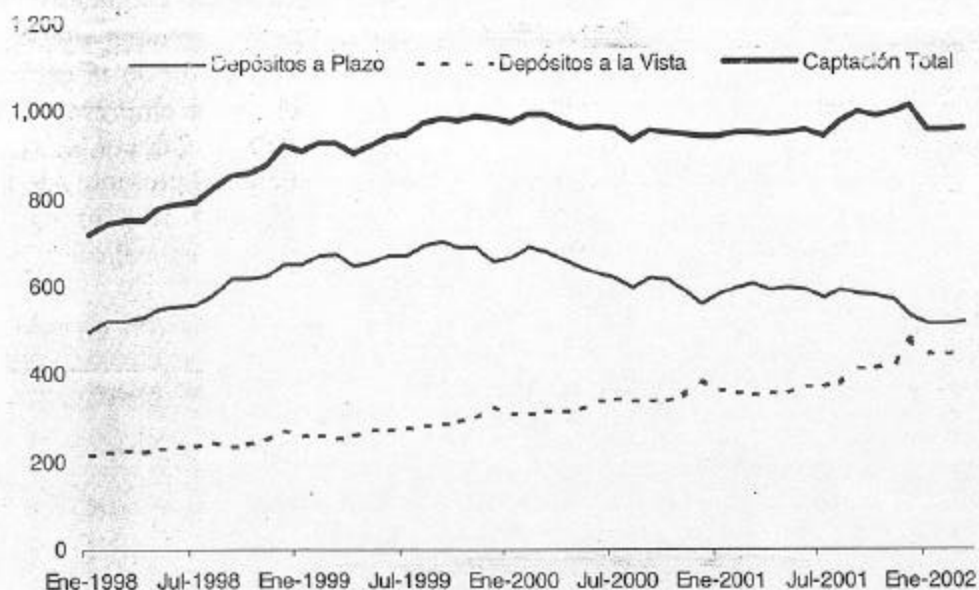


*/ Los valores públicos incluyen los emitidos por el Gobierno Federal, el IPAB y el Banco de México.

Gráfica 17

Captación de la Banca Comercial

SalDOS en miles de millones de pesos

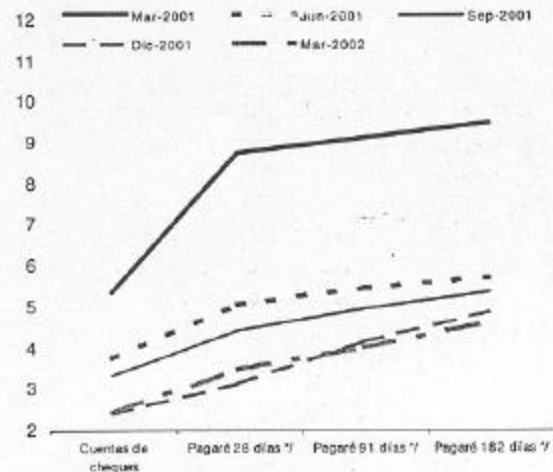


Gráfica 18 Tasas de Interés de la Captación Bancaria

Costo de Captación en Moneda Nacional
Por ciento anual

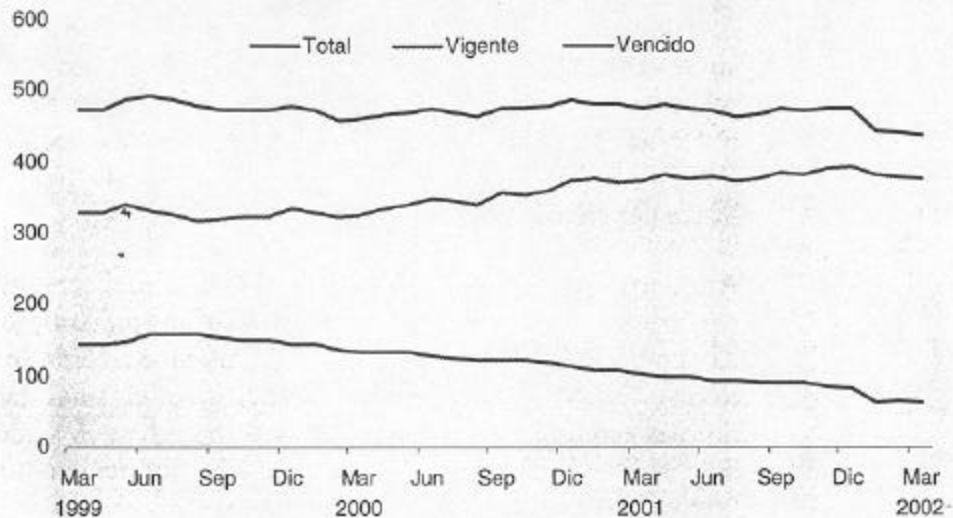


Tasas nominales
Por ciento anual

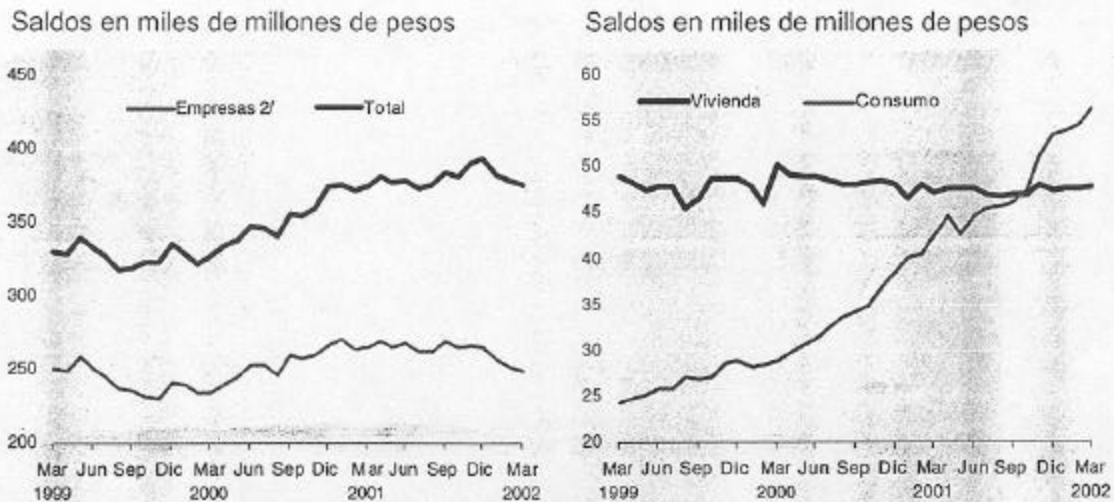


*/ Tasas de ventanilla a la apertura.

Gráfica 19 Crédito Directo Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado
SalDOS en miles de millones de pesos

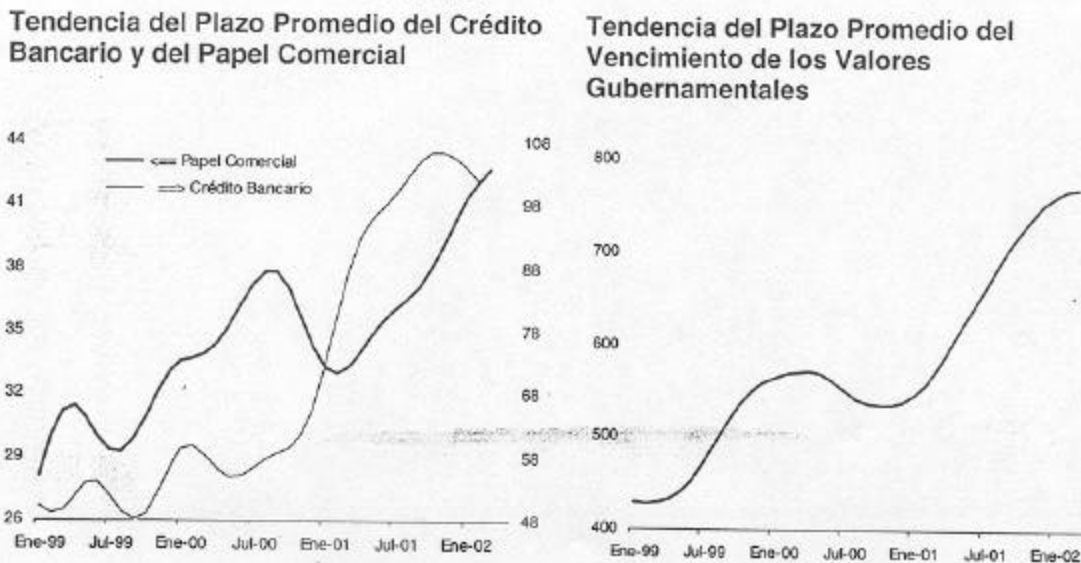


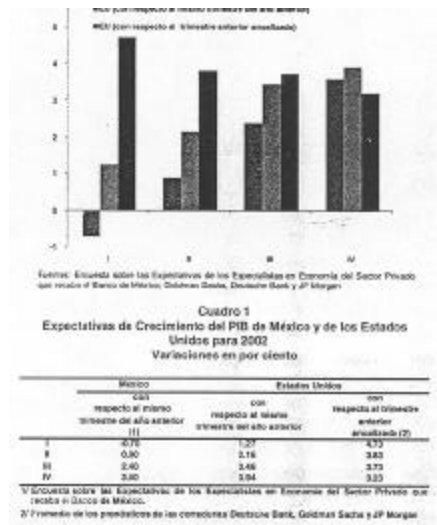
Gráfica 20 Crédito Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado^{1/}
Crédito vigente por destino



1/ Se refiere a la cartera propia de la banca comercial, concepto que excluye la cartera asociada a los programas de apoyo a deudores y de saneamiento bancario (pagarés IPAB-FOBAPROA y los Cetes-UDIs).
2/ Empresas y personas físicas con actividad empresarial. No incluye el crédito otorgado a intermediarios financieros no bancarios.

Gráfica 21 Plazo Promedio de las Obligaciones del Sector Privado y del Sector Público
Número de días





Cuadro 12

Expectativas de Crecimiento del PIB de los Estados Unidos para 2002

Variación trimestral anualizada en por ciento

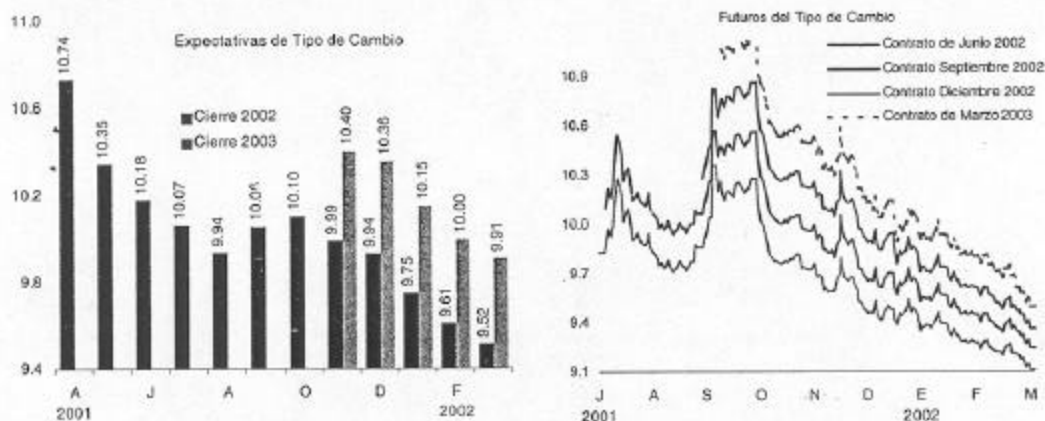
	2002				
	I	II	III	IV	Anual
Consensus Forecasts 1/	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.6
Deutsche Bank	5.3	4.4	4.5	4.3	3.1
Goldman Sachs	5.0	3.0	2.5	2.5	2.4
JP Morgan	5.0	5.0	4.5	3.5	3.1
Promedio 2/	5.1	4.1	3.8	3.4	2.9

1/ En la publicación del Consensus Forecasts del 8 de abril de 2002 se reporta el pronóstico del crecimiento anual del PIB obtenido en esa fecha, mientras que el pronóstico trimestral se refiere a la encuesta realizada el 11 de marzo de 2002. Por ese motivo no se hace referencia al pronóstico trimestral en este documento.
2/ Promedio de los pronósticos de las corredurías de Deutsche Bank, Goldman Sachs y JP Morgan.

Gráfica 22

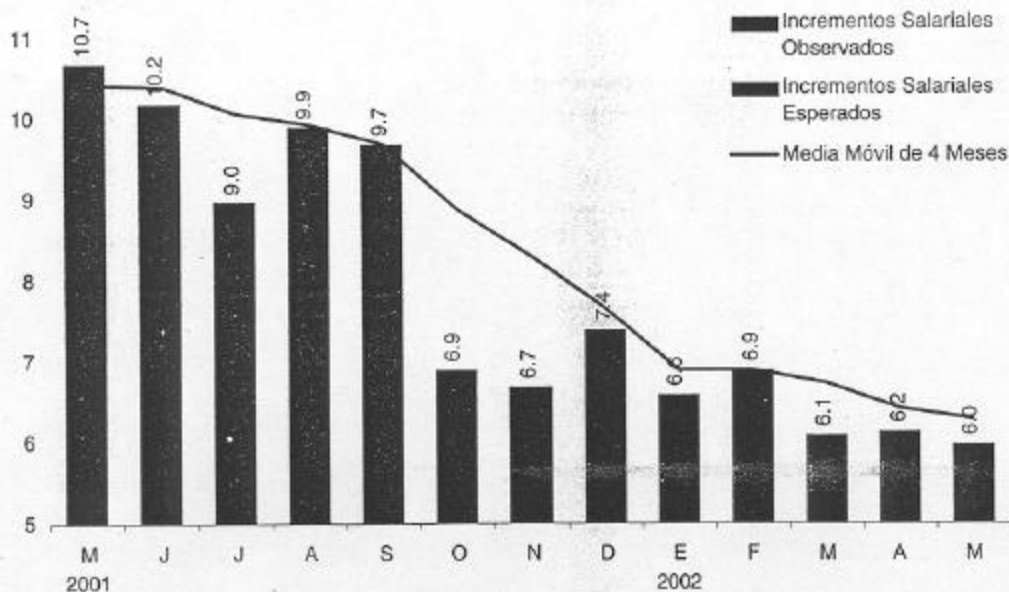
Expectativas y Futuros del Tipo de Cambio para el Cierre de 2002 y 2003

Pesos por dólar



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

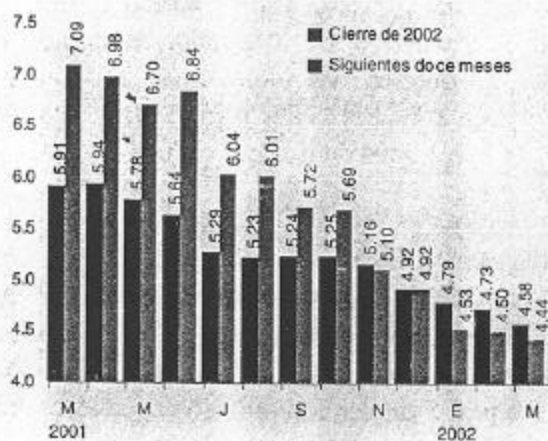
Gráfica 23 Incrementos Salariales Contractuales
Por ciento



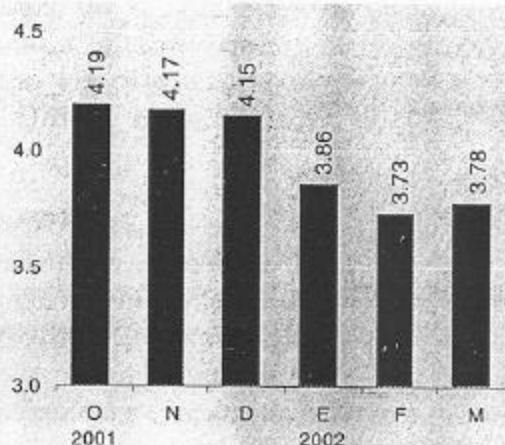
Fuente: Secretaría del Trabajo y Previsión Social. Para abril y mayo de 2002 se tomó el dato de los pronósticos del sector privado en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado levantada por el Banco de México en marzo de 2002.

Gráfica 24 Evolución de las Expectativas de Inflación
Variación anual en por ciento

Cierre de 2002 y Sigüientes 12 meses



Cierre de 2003



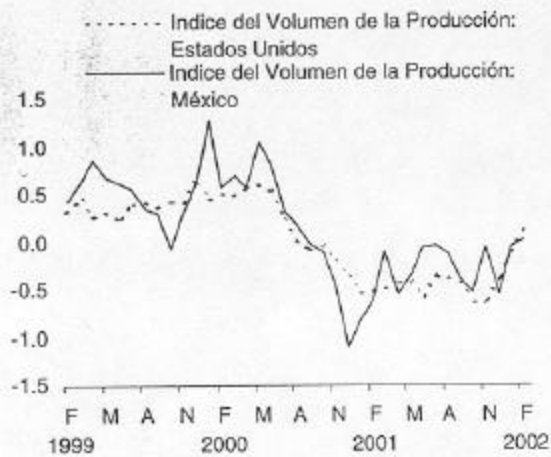
Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

Gráfica 25

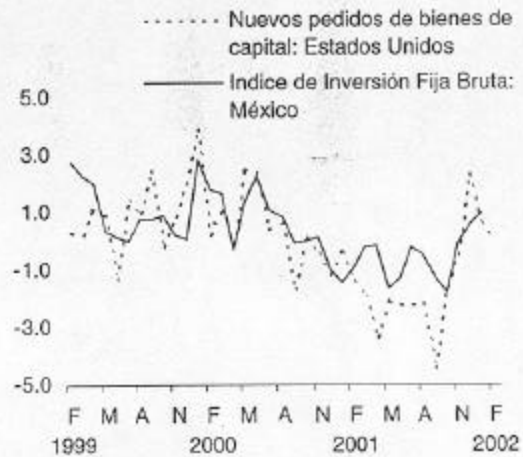
Indicadores de Producción e Inversión en los Estados Unidos y México

Variación mensual en por ciento (promedio móvil de 3 meses de la serie desestacionalizada)

Indice del Volumen de la Producción Industrial



Indice de la Inversión Fija Bruta



Fuente: U.S. Department of Commerce, Census Bureau, Federal Reserve Board, Washington, D.C., Sistema de Cuentas Nacionales, Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI) y Banco de México.

INFORME SOBRE LA INFLACIÓN

Abril-Junio 2002

Junta de Gobierno.— Gobernador, Guillermo Ortíz Martínez.— Subgobernadores: Everardo Elizondo Almaguer, Guillermo Güémez García, Jesús Marcos Yacamán y José Julián Sidaouidib.

Advertencia

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 24 de julio de 2002. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

INDICE

<p>I Introducción</p> <p>II. Evolución Reciente de la Inflación</p> <p>II.1. Comportamiento de los Distintos Indicadores de la Inflación</p> <p>II.1.1. Inflación Anual del Indice Nacional de Precios al Consumidor y del Indice de Precios Subyacente</p> <p>II.1.2. Inflación Mensual del Indice Nacional de Precios al Consumidor y del Indice de Precios Subyacente</p> <p>II.1.3. Indice Nacional de Precios Productor (INPP)</p> <p>II.1.4. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación</p> <p>II.2. Principales Determinantes de la Inflación</p> <p>II.2.1. Entorno Externo</p> <p>II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo</p> <p>II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas</p> <p>II.2.4. Balanza de Pagos, Flujos de Capital y Tipo de Cambio</p> <p>II.2.5. Precios Administrados y Concertados</p> <p>II.2.6. Resumen</p>	<p>III. La Política Monetaria Durante el Segundo Trimestre de 2002</p> <p>III.1. Acciones de Política Monetaria</p> <p>III.2. Agregados Monetarios y Crediticios</p> <p>III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales Netos</p> <p>III.2.2. Agregados Monetarios</p> <p>III.2.3. Financiamiento al Sector Privado</p> <p>IV. Perspectivas del Sector Privado</p> <p>IV.1. Pronóstico sobre los Principales Determinantes de la Inflación.</p> <p>IV.2. Expectativas sobre la Inflación</p> <p>V. Objetivo de Inflación de Largo Plazo</p> <p>V.1. Determinación del Indice Respecto al cual se Establece el Objetivo de Inflación de Largo Plazo</p> <p>V.2. Determinación del Nivel del Objetivo de Inflación de Largo Plazo</p> <p>V.3. Variabilidad Alrededor de los Objetivos de Inflación</p> <p>VI. Balance de Riesgos y Conclusiones</p> <p>I. Introducción</p> <p>En este documento el Banco de México presenta a la opinión pública el análisis que sirvió de base para la toma de decisiones en materia de política monetaria durante el trimestre abril-junio de 2002. Asimismo, se delinea el escenario en el que se sustentan los pronósticos del Banco de México respecto a la evolución de la inflación y de la actividad económica, así como el balance de riesgos que rodea a dicho escenario.</p> <p>La tasa de incremento anual del INPC repuntó durante el segundo trimestre de 2002. Ello obedeció fundamentalmente al aumento que tuvo la inflación anual tanto del subíndice de precios de los productos agropecuarios como del subíndice de precios administrados. Por otra parte, la inflación subyacente continuó mostrando una trayectoria</p>
---	--

descendente. Es de señalarse que en el periodo analizado la inflación subyacente de las mercancías disminuyó considerablemente, aun cuando en paralelo el tipo de cambio experimentó una depreciación significativa. Dicho resultado sugiere que, hasta el momento, la transmisión de la depreciación del tipo de cambio a los precios no ha tenido lugar.

En el segundo trimestre de 2002 continuó la recuperación sincronizada del sector industrial de los Estados Unidos y de México. Esta coincidencia se reflejó en tres aspectos: en la mitigación de la caída medida a tasa anual que habían venido registrando las exportaciones de manufacturas, en un importante aumento absoluto de dichas exportaciones con datos desestacionalizados y en una incipiente creación de empleos en el sector industrial de México. Así, la estimación al momento de publicar este Informe es que el crecimiento mensual promedio de la producción industrial, con series desestacionalizadas, haya sido en el período de 0.3 por ciento. Asimismo, la información disponible respecto a la demanda interna sugiere que el consumo y la inversión ya registraron variaciones positivas. Por lo anterior, se estima que el crecimiento anual del PIB en el segundo trimestre haya resultado de alrededor de 1.8 por ciento, lo cual significa también un incremento trimestral en la serie desestacionalizada.

Con respecto a la perspectiva de la inflación en lo que resta del año, el pronóstico es que la subyacente se mantenga estable. Consecuentemente, la trayectoria de la inflación anual del INPC estará condicionada principalmente por la que muestren los subíndices que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente.

Por ello, es de esperarse que la inflación general anual siga presentando un comportamiento volátil. En particular, es muy probable que en julio tenga lugar un aumento adicional, debido en parte a un efecto estadístico derivado de la deflación que ocurrió en julio de 2001. Sin embargo, es de preverse que a partir de agosto se restablezca la tendencia descendente de la inflación anual general y que al final del año termine en línea con el objetivo de lograr una inflación que no exceda de 4.5 por ciento. Cabe señalar que si bien la postura actual de la política monetaria es compatible con el cumplimiento de dicho objetivo, la volatilidad que exhiben los subíndices de los precios agropecuarios y de los administrados y concertados podría inducir en lo que resta del año fluctuaciones impredecibles del índice general.

Respecto a la evolución de la actividad económica en el segundo semestre de 2002, la previsión es que continúe la re-

cuperación del crecimiento y que la expansión se generalice. En consecuencia, se anticipa que los principales componentes de la demanda agregada apoyarán el repunte de manera cada vez más robusta. Así, se espera que el incremento anual del PIB en la segunda mitad del año sea en promedio del orden de 4 por ciento y de 1.8 por ciento para todo 2002. Como se explica en detalle en el texto de este Informe, estos pronósticos se encuentran sujetos a un grado importante de incertidumbre. Lo anterior obedece principalmente a la falta de acuerdo que existe en cuanto a la evolución de la economía mundial en el futuro próximo y a la gran volatilidad que han experimentado recientemente los mercados financieros internacionales.

En esta edición el Informe sobre la Inflación incluye un capítulo adicional, en el cual se establece formalmente el objetivo de inflación para el año 2003 y para años subsiguientes (es decir, el objetivo de largo plazo). Esta meta consiste en alcanzar una inflación anual del INPC de 3 por ciento y mantenerla, con un intervalo de variabilidad alrededor de dicha tasa de más/menos un punto porcentual. Esta decisión es de gran importancia. El objetivo de inflación de largo plazo guiará las acciones de política monetaria en los años posteriores a 2003 y proporcionará al público la referencia necesaria para evaluar el desempeño de la autoridad monetaria. Por ello, la adopción de un objetivo de largo plazo constituye un avance significativo en cuanto a la rendición de cuentas del Banco de México frente a la sociedad y a la transparencia con la que siempre debe diseñarse y ejecutarse la política monetaria.

II. Evolución Reciente de la Inflación

En el segundo trimestre de 2002 la inflación anual general aumentó mientras que la subyacente disminuyó. El repunte que experimentó la inflación del INPC dio lugar a una desviación respecto de la trayectoria estable esperada para esta variable en el escenario base presentado en el Informe sobre la Inflación del trimestre anterior. En contraste, la inflación subyacente descendió a un ritmo más rápido que el previsto. De los resultados observados en el trimestre cabe destacar lo siguiente:

(a) La inflación anual general fue superior a la del cierre del trimestre anterior;

(b) La inflación anual subyacente se mantuvo en una trayectoria a la baja, razón por la cual se amplió la brecha entre ésta y la general;

(c) A pesar de la depreciación que registró el tipo de cambio, la inflación anual subyacente de las mercancías disminuyó significativamente;

(d) La inflación anual subyacente de los servicios experimentó un ligero descenso;

(e) La inflación anual de los bienes y servicios que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente tuvo en el periodo una elevación significativa. Esta fue causada por el aumento de los subíndices de los productos agropecuarios y de los bienes con precios administrados; y

(f) La tendencia decreciente que venía mostrando la inflación anual del INPP sin petróleo y sin servicios se interrumpió, fundamentalmente como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio.

II.1. Comportamiento de los Distintos Indicadores de la Inflación

A continuación se analiza el crecimiento que tuvieron durante el periodo abril-junio de 2002 los diferentes índices de precios que calcula el Banco de México.

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

La inflación medida con el INPC se incrementó en el segundo trimestre de 2002 con respecto a la registrada al cierre del primero. En junio ésta resultó de 4.94 por ciento, mientras que al final del trimestre anterior había sido de 4.66 por ciento (Gráfica 1). El repunte fue reflejo principalmente del aumento de 0.26 puntos porcentuales que experimentó la tasa de crecimiento del INPC en junio con respecto a la de mayo. En contraste, en abril y mayo la inflación de este índice se mantuvo relativamente estable. (Ver gráfica 1)*

La trayectoria de la inflación subyacente fue favorable, ya que en el trimestre bajó 0.58 puntos porcentuales, al pasar de 4.54 por ciento en marzo a 3.96 por ciento en junio. Este resultado es atribuible tanto a la reducción de la inflación subyacente de las mercancías como a la de los servicios. Por segundo trimestre consecutivo la inflación subyacente resultó menor que la del INPC. Ello, debido a la elevada tasa de crecimiento de los subíndices de precios de los servi-

cios educativos, de los bienes administrados y concertados y de los productos agropecuarios (en particular las frutas y verduras).

La inflación de los productos agropecuarios disminuyó durante los primeros dos meses del trimestre, pero en junio aumentó significativamente (Cuadro 1). Asimismo, la inflación de los bienes con precios administrados registró un incremento que obedeció principalmente al alza de 16.01 por ciento que tuvo el precio del gas doméstico de marzo a junio de 2002. La aminoración de la caída estacional de las tarifas eléctricas (que en el mismo lapso disminuyeron 11.66 por ciento, mientras que en el año previo lo hicieron 13.43 por ciento) contribuyó al repunte de la inflación de los administrados. (Ver cuadro 1)

La inflación subyacente de las mercancías, que en el pasado se había caracterizado por ser muy sensible a los movimientos cambiarios, disminuyó significativamente durante el periodo de análisis. Ello, aun cuando el tipo de cambio experimentó una depreciación importante. Así, en junio de 2002 la inflación subyacente de las mercancías se ubicó en 1.99 por ciento, lo que se compara favorablemente con el dato de marzo que había resultado de 2.84 por ciento. Por otro lado, la inflación subyacente de los servicios descendió ligeramente. La evolución de la inflación subyacente de los servicios probablemente obedeció a que la reducción de la tasa de incremento nominal de los salarios contractuales que ha tenido lugar en los últimos seis meses tal vez ha comenzado a ejercer un efecto moderador sobre la formación de los precios en el sector. Adicionalmente, la repercusión que tuvo la introducción del nuevo impuesto sobre la venta de bienes y servicios suntuarios -el cual afectó especialmente a los precios de los restaurantes, bares y similares- fue reducida. En junio de 2002 la tasa de crecimiento del subíndice de precios subyacente de los servicios se ubicó en 6.81 por ciento, mientras que en marzo había sido de 7.02 por ciento. El ritmo al que se redujo la inflación subyacente de los servicios fue más lento que al que lo hizo la de las mercancías. Así, en este periodo el diferencial entre ambas medidas se amplió (Ver gráfica 2).

Históricamente, las variaciones cambiarias en México se han transmitido con gran velocidad e intensidad a los precios de la economía, siendo los de las mercancías los más susceptibles a dicha influencia. Sin embargo, el episodio más reciente de depreciación cambiaria, ocurrido en el segundo trimestre de 2002, no ha coincidido con un repunte de la inflación subyacente de las mercancías. Lo anterior parece sugerir que hasta el momento de publicar este In-

* Los cuadros y las gráficas se encuentran al final de este documento.

forme la repercusión de la depreciación del tipo de cambio a los precios no ha tenido lugar.¹ Cabe advertir que el hecho de que esta transmisión no se haya presentado no implica que el riesgo se haya disipado. Por ello, el Banco de México vigila continuamente la evolución de los precios con el fin de detectar cualquier evidencia de dicho fenómeno.

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

El crecimiento del INPC durante abril, mayo y junio de 2002 se ubicó, respectivamente, en 0.55, 0.20 y 0.49 por ciento. Estos resultados dieron lugar a que se revirtiera la tendencia estadística descendente de la inflación del INPC que prevalecía desde el segundo semestre de 2000 (Gráfica 3). En particular, el incremento que registró el INPC en abril y junio superó al de los mismos meses del año previo. (Ver gráfica 3)

La inflación general en abril y junio de 2002 fue mayor que la estimada por los analistas del sector privado. Por el contrario, en mayo la inflación resultó muy similar a la prevista (Cuadro 2). El inesperado incremento que resintió la inflación en abril y junio fue reflejo principalmente del alza de los precios de los bienes administrados y de los productos agropecuarios. Es usual que exista un mayor error de pronóstico para la inflación de dichos bienes debido a que sus precios tienen una volatilidad más alta que los del resto de la canasta del INPC. (Ver cuadro 2)

En el segundo trimestre la tendencia estadística de la inflación subyacente fue ligeramente descendente, en contraste con el incremento que registró la de la inflación general (Gráfica 4). Este comportamiento se explica por la estabilidad que presentó la tendencia de la inflación subyacente de los servicios y por el descenso que siguió mostrando la de las mercancías (Ver gráficas 4 y 5).

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

Al cierre del segundo trimestre de 2002, el crecimiento a tasa anual del INPP sin petróleo y sin servicios se situó en 3.85 por ciento. Ello implicó un aumento de 2.19 puntos porcentuales con relación al cierre del trimestre anterior. Este repunte obedeció en lo primordial a la depreciación

que experimentó el tipo de cambio en el periodo. La evidencia histórica sugiere que la tendencia al alza de este índice durante el trimestre podría repercutir en el mediano plazo en una mayor inflación en el sector de los bienes comerciables. Sin embargo, ello dependerá del efecto final que ejerza el tipo de cambio sobre el INPC, el cual parece haberse debilitado.

II.1.4. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación

En el periodo abril-junio de 2002, la inflación anual de los productos agropecuarios cerró en 5.15 por ciento, 2.30 puntos porcentuales por encima del nivel que se observó al final de marzo. El anterior comportamiento obedeció a las elevadas tasas mensuales de crecimiento de los precios que ocurrieron durante abril, mayo y junio, las cuales se ubicaron respectivamente, en 1.52, 0.95 y 2.72 por ciento² (Gráfica 6). En este resultado ejerció una influencia significativa el incremento del precio del jitomate (37.85 por ciento), el cual tiene una alta incidencia sobre la inflación general. Además, en ese lapso también los precios de la naranja mostraron un alza importante, de 74.74 por ciento. Por otra parte, en el trimestre los precios de los siguientes productos registraron reducciones significativas: limón 22.82 por ciento, calabacita 22.19 por ciento, huevo 8.09 por ciento, pescados y mariscos 4.44 por ciento y frijol 4.49 por ciento. (Ver gráfica 6)

II.2. Principales Determinantes de la Inflación

En primer lugar se examina la evolución del entorno internacional. Ello es relevante ya que, a través de sus efectos sobre las cuentas externas del país, incide en la determinación del tipo de cambio, la producción, la demanda agregada y los precios. A continuación, se revisa la trayectoria de los salarios y de la productividad. Estos son factores causales directos de los costos unitarios de la mano de obra, los cuales se han constituido en una influencia significativa sobre el proceso inflacionario. En el siguiente inciso se describe la evolución de la demanda y de la oferta agregadas. El análisis de dichas variables permite identificar las presiones inflacionarias que se derivan de los excesos de demanda agregada. Estos últimos también se manifiestan en el resultado de la cuenta corriente, la cual se

¹ Una discusión más amplia de las posibles causas de este fenómeno se presenta en la Sección III.

² En 2001 las variaciones mensuales del subíndice de los precios agropecuarios fueron respectivamente de 2.05, 1.08 y -0.20 por ciento durante abril, mayo y junio.

estudia por separado, y cuya exploración viene acompañada de la que corresponde a los rubros que integran la cuenta de capital. Finalmente, se reporta la evolución de los precios administrados y concertados por el sector público. Como se explica en el texto, dichos precios tienen una incidencia directa muy importante sobre la inflación del INPC.

II.2.1. Entorno Externo

Las principales variables externas que influyen sobre el desempeño de la economía mexicana tuvieron un comportamiento mixto durante el segundo trimestre de 2002. Si bien las variables reales mostraron una evolución relativamente favorable, la de los mercados financieros internacionales fue poco propicia y hacia el final del periodo asomaron nuevos signos de incertidumbre en estos mercados. Por otra parte, el comportamiento de los indicadores de la actividad económica en los Estados Unidos no fue uniforme, pues mientras algunas variables continuaron mejorando otras mostraron escaso vigor. En balance, la evidencia proveniente del sector real indica que la recuperación de la economía de aquel país sigue en marcha, aunque no ha sido tan robusta como muchos analistas esperaban. Por añadidura, las noticias más recientes provenientes de los mercados financieros estadounidenses han sido preocupantes y podrían afectar la recuperación de dicha economía. Finalmente, en el segundo trimestre se deterioraron las perspectivas en América Latina, especialmente en lo que se refiere a los países del Mercosur.

II.2.1.1. Precio del Petróleo

En el segundo trimestre de 2002 el precio promedio del petróleo WTI fue de 26.29 dólares por barril, 4.83 dólares mayor que el del primer trimestre y 1.96 dólares superior a la media de los precios de los futuros para entrega en abril, mayo y junio contratados el último día de marzo de este año. Cabe destacar que dicha cotización experimentó amplias fluctuaciones a lo largo del trimestre.³ Los factores

³ Así, se movió a la baja en abril, mes en el que el precio del WTI alcanzó un mínimo de 23.47 dólares; al alza en mayo, cuando llegó a un máximo de 29.42 dólares, disminuyó de nueva cuenta a principios de junio y cerró el trimestre con una tendencia alcista. Al cierre del periodo, el barril de crudo WTI alcanzó una cotización de 26.82 dólares, mayor que la de 25.40 dólares a la que se contrataba a finales de marzo de 2002 para entrega en junio del presente año.

que parecen haber contribuido a ese comportamiento del precio del petróleo son los siguientes:

- (a) Las señales de repunte económico en los Estados Unidos y un ligero aumento de la demanda mundial de energéticos coadyuvieron a que el precio del petróleo se mantuviera alto. Sin embargo, la incertidumbre respecto a la fortaleza de dicha recuperación influyó sobre la volatilidad del precio del crudo a lo largo del periodo;
- (b) La tensión política en el Medio Oriente y la posibilidad de un ataque militar contra Irak por parte de los Estados Unidos afectaron al alza el nivel y la volatilidad de los precios del crudo. Estos factores se sumaron al hecho de que las exportaciones de petróleo de Irak estuvieron suspendidas durante la mayor parte del trimestre; y
- (c) La expectativa de que la OPEP no ampliaría la oferta para el segundo semestre del año contribuyó a que el precio del crudo permaneciera en un nivel elevado. Esta previsión resultó acertada, ya que en su reunión de finales de junio la OPEP decidió no aumentar la producción.

El precio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación en el periodo abril-junio de 2002 se ubicó en 22.46 dólares por barril, 5.46 dólares mayor que el correspondiente al primer trimestre. En junio esta cotización cerró en 22.61 dólares, ligeramente por arriba de la observada al término de marzo (Gráfica 7). Durante el segundo trimestre, el diferencial entre el precio de la mezcla mexicana y el del crudo WTI osciló entre 3.30 y 5.30 dólares por barril y alcanzó su mayor amplitud a mediados de mayo, coincidiendo en el punto más alto del precio del crudo WTI. (Ver gráfica 7)

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

La recuperación de la economía estadounidense iniciada en el primer trimestre del año continuó a lo largo del segundo, aunque de manera menos vigorosa. Si bien este patrón había sido anticipado, el debilitamiento del crecimiento entre el primero y el segundo trimestre probablemente fue más pronunciado que el previsto inicialmente. No obstante, las perspectivas continúan inclinándose en favor de una recuperación de la economía de los Estados Unidos en 2002 que pueda impulsar la reactivación mundial. Empero, recientemente se han intensificado los riesgos que enfrenta ese repunte, especialmente por las turbulencias que han experimentado los mercados financieros. Por ello, las autoridades monetarias de los Estados Unidos han decidido mantener sin cambio sus tasas de interés de referencia. Por otra

parte, los analistas han revisado ligeramente a la baja sus pronósticos de crecimiento para el segundo trimestre y para el resto del año.

La tasa de crecimiento del PIB real de los Estados Unidos fue de 6.1 por ciento⁴ en el primer trimestre de 2002. Ello hizo de la recesión de 2001 la más breve en memoria reciente. El repunte que tuvo lugar en ese lapso obedeció en parte a que se sostuvo el ritmo del consumo de las familias, para alcanzar en el periodo una tasa anualizada de 3.3 por ciento en términos reales (después de que en el cuarto trimestre de 2001 aumentara 6.1 por ciento). Este desempeño se explica por la reducción de los precios de la energía, la disminución de impuestos y los bajos costos de financiamiento. También de gran importancia para el salto que experimentó la tasa de crecimiento real en el primer trimestre del año fue la significativa desaceleración en la caída de los inventarios de las empresas. La variación de dicho agregado pasó de -120 mil millones de dólares en el último trimestre de 2001 a -28 mil millones en el primero de 2002 (a precios de 1996). Asimismo, en el primer trimestre el gasto del gobierno aumentó a una tasa anualizada de 6.6 por ciento, ejerciendo un efecto estimulante sobre el crecimiento del producto interno bruto.

En el segundo trimestre de 2002 mostraron una evolución positiva en su conjunto los principales indicadores contemporáneos y adelantados del comportamiento de la demanda y de la oferta agregadas en la economía de los Estados Unidos (aunque con algunos retrocesos y otros signos preocupantes). El hecho se reflejó en los pronósticos de crecimiento de entre 2 y 3 por ciento para el segundo trimestre. Entre los aspectos destacados del panorama reciente de la economía estadounidense se encuentran los siguientes:

(a) Mejoría de los índices de confianza de los consumidores. Así, el de la Universidad de Michigan pasó de un promedio de 93 unidades en el primer trimestre a 95 en el segundo. Sin embargo, dicho incremento promedio esconde la reducción que sufrió este índice de 96.9 en mayo a 92.4 en junio;⁵

(b) La encuesta del Institute for Supply Management, utilizada como indicador adelantado de la actividad indus-

trial, alcanzó niveles respectivos de 53.9, 55.7 y 56.2 por ciento en abril, mayo y junio. La cifra de junio fue la más alta del presente año y resultó superior a las observadas en 2001;

(c) En abril y mayo las nuevas órdenes de compra de bienes durables mostraron crecimientos respectivos de 0.4 y 0.6 por ciento, después de haber experimentado una caída en marzo;

(d) En el segundo trimestre el promedio de inicios de construcción de viviendas fue de 1.657 millones (cifra anualizada y desestacionalizada), resultando superior al observado en los dos trimestres anteriores;

(e) Aparentemente el consumo privado se ha desacelerado. Así, la reducción de 0.1 por ciento en mayo implicaría un crecimiento anualizado para el segundo trimestre de alrededor de 1.5 por ciento, inferior al de 3.3 por ciento del periodo enero-marzo. Esta tendencia estuvo acompañada por un comportamiento errático del indicador desestacionalizado de las ventas al menudeo, el cual aumentó en abril 1.2 por ciento, disminuyó 1.2 por ciento en mayo y creció de nuevo en junio 1.1 por ciento;

(f) En contra de lo esperado, durante el trimestre continuó la reducción de los inventarios. Sin embargo, hay indicios de que la caída se ha detenido. Así, en abril los inventarios de las empresas bajaron 0.2 por ciento y los de los mayoristas 0.9 por ciento. Los de estos últimos subieron 0.1 por ciento en mayo;

(g) El crecimiento a tasa mensual del índice de la producción industrial (desestacionalizado) fue de 0.2 en abril, 0.4 por ciento en mayo y repuntó a 0.8 por ciento en junio. Lo anterior implica un crecimiento mensual promedio de 0.5 por ciento en el segundo trimestre, similar al registrado en el primero; y

(h) Los índices bursátiles retrocedieron durante la segunda mitad del trimestre. Ello es atribuible a la revelación de prácticas contables fraudulentas en algunas de las grandes empresas de los Estados Unidos. A lo anterior se sumaron algunas noticias adversas concernientes a las utilidades corporativas. Así, la reducción del índice Dow Jones del 17 de mayo al primero de julio de este año fue de 12 por ciento. En parte como consecuencia de este deterioro, durante el mismo periodo las tasas de interés de los bonos de corto y mediano plazos del gobierno de los Estados Unidos, bajaron alrededor de 50 puntos base.

⁴ Se refiere al crecimiento (medido a tasa anualizada) del PIB ajustado estacionalmente.

⁵ El dato preliminar para julio fue de 86.5 unidades.

El balance de estos efectos sobre los pronósticos para el segundo trimestre de 2002 es un crecimiento del PIB de entre 2 y 3 por ciento a tasa anualizada y de 2.5 a 3 por ciento para el año en su conjunto (ligera revisión a la baja en comparación con las expectativas que se reportaron en mayo) (Cuadro 3). En cuanto al resto del año, a continuación se comentan las estimaciones relativas al comportamiento de los distintos componentes de la demanda:

(a) La contribución del consumo privado al crecimiento del PIB podría disminuir. Algunos analistas suponen que el consumo está aún por ajustarse a la baja, en respuesta a los quebrantos sufridos por las familias en su patrimonio financiero, a raíz de la corrección de los índices bursátiles. Sin embargo, el valor de la vivienda -que es parte fundamental de la riqueza de los consumidores- se ha fortalecido, gracias a la capitalización en el precio de las casas asociada a la baja de las tasas de interés hipotecarias;

(b) Se prevé una reactivación moderada de la inversión privada debida al descenso ininterrumpido de los precios del equipo tecnológico y a los beneficios tributarios incorporados en el paquete de estímulos dado a conocer en marzo por el gobierno;

(c) La perspectiva para los siguientes meses es que los inventarios registren cierto incremento, en respuesta a la necesidad de reponer los acervos de almacén deseados. Sin embargo, se espera que la contribución de la variación en inventarios al crecimiento del PIB en lo que resta del año sea menor que la observada en el primer trimestre; y

(d) El sesgo expansionista de la política fiscal, derivado del mencionado paquete de estímulos, se conservará en lo que resta del año, antes de su probable reversión en 2003. Al respecto, la previsión es que en 2002 el déficit público federal resulte superior a uno por ciento del PIB.

Uno de los principales factores de riesgo que limita el repunte proviene de la lenta reactivación del mercado laboral. Es notable que la recuperación se ha apoyado en un incremento significativo de la productividad de los trabajadores (8.4 por ciento a tasa anualizada durante el primer trimestre). La contrapartida de ese hecho es que la creación de empleos ha resultado relativamente modesta. Sin embargo, durante mayo y junio las estadísticas sobre nóminas no agrícolas se incrementaron ligeramente. Hacia finales del primer trimestre el total de las solicitudes de seguro de desempleo aumentó por encima de las 400 mil por

semana⁶. Durante la mayor parte del segundo trimestre dicho indicador se estancó en alrededor de 410 mil por semana y sólo disminuyó hacia el final de junio a 382 mil. En este último mes la tasa de desempleo se ubicó en 5.9 por ciento, es decir, superior al nivel en que se estima se encuentra la tasa de desempleo no inflacionaria. (ver cuadro 3)

Un riesgo adicional para la recuperación de la economía de los Estados Unidos proviene de los recientes escándalos que se han suscitado en el sector corporativo. Las revelaciones de abusos en las prácticas contables de las empresas, al igual que reportes adversos sobre las utilidades, han contribuido a interrumpir lo que parecía ser un incipiente repunte de los mercados bursátiles después de su caída en septiembre de 2001. Lo anterior se sumó a la baja de los precios de las acciones tecnológicas que se había registrado desde tiempo atrás. Durante julio del presente año, y poco después de la divulgación de los pormenores de los fraudes contables en Worldcom, el índice NASDAQ se ubicó por debajo de los 1,400 puntos. Por otra parte, el índice Dow Jones registró disminuciones sucesivas que lo llevaron a 8,019 puntos el 19 de julio, nivel inferior al registrado en septiembre de 2001 (Gráfica 8). No obstante lo anterior, de acuerdo con algunos analistas y con base en indicadores tradicionales de valor, tales como la razón precio a utilidades por acción, es probable que muchos títulos bursátiles se encuentren aún sobrevaluados. Esta situación en los mercados financieros puede tener repercusiones importantes. Por un lado, el efecto acumulado de la caída de la riqueza financiera que ha tenido lugar desde mediados del año 2000 podría incidir negativamente sobre el consumo. Ello, especialmente si se llegara a debilitar el mercado de la vivienda, dado que ha sido el auge en los precios de las casas lo que ha preservado la solidez de la riqueza total de las familias. Por otro, la debilidad del mercado accionario implica un incremento del costo del financiamiento de las empresas, con posibles consecuencias adversas para la inversión. De igual manera, la perspectiva de una recuperación débil de los mercados accionarios podría restarle atractivo a las inversiones de cartera en los Estados Unidos, ejerciendo una presión hacia la depreciación del dólar. Al respecto, en el curso del segundo trimestre el dólar perdió valor contra el yen y el euro -de hecho, el euro rebasó la paridad con el dólar en julio.⁷ (Ver gráfica 8)

⁶ Este dato sigue estando distorsionado por la extensión del plazo para conservar los beneficios del seguro.

⁷ El 22 de julio el euro se cotizaba a 1.009 dólares de los Estados Unidos. En contraste, su precio a fines de marzo había sido de 87 centavos.

Ante el complejo cuadro que presenta la recuperación de los Estados Unidos, en un contexto caracterizado por importantes elementos de incertidumbre, la Reserva Federal se ha conducido con suma cautela. En respuesta a la desaceleración económica durante el cuarto trimestre de 2001, la Reserva Federal aplicó varias reducciones al objetivo para la tasa de fondos federales, lo que la llevó a un nivel mínimo histórico de 1.75 por ciento. En contraste, durante el primer semestre de 2002 no modificó dicho objetivo. Sin embargo, el mantenimiento sin cambio del instrumento de política monetaria fue un reflejo de las distintas tendencias y de las percepciones cambiantes que se observaron a lo largo del semestre. Durante el período enero-marzo, los indicadores económicos sugirieron de forma cada vez más clara que la economía repuntaría en ese lapso. Ello llevó a que la Reserva Federal dejara de reducir las tasas de interés. Hacia finales de marzo la información mostraba que la reactivación ya estaba en marcha. El anuncio de la Reserva Federal en el sentido de que tenía una evaluación neutral sobre el balance de riesgos, fue interpretado por muchos observadores como preámbulo de la reversión paulatina de los recortes aplicados a las tasas de interés en 2001. Sin embargo, la evidencia durante el segundo trimestre, especialmente en lo que concierne al mercado laboral, impidió que el balance de riesgos se modificara. Lo anterior causó que los analistas hayan pospuesto hacia los últimos meses del presente año su expectativa relativa a la fecha del posible inicio del aumento en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal. La decisión de no incrementar las tasas de interés se ha sustentado fundamentalmente en la baja inflación prevaleciente en los Estados Unidos,⁸ la lenta recuperación del empleo y una preocupación sobre los efectos de una eventual perturbación negativa sobre la demanda. En las últimas semanas de junio dos factores adicionales fueron incorporados en los cálculos de la Reserva Federal: la depreciación del dólar y la volatilidad en los mercados bursátiles asociada a los escándalos corporativos. Sin embargo, dado que no se han detectado presiones inflacionarias, el Banco Central parece determinado a mantener la política monetaria en su postura actual mientras no se observen señales de una recuperación sólida de la demanda y del empleo.

⁸ El índice de precios al consumidor creció 1.2 por ciento entre mayo de 2001 y mayo de 2002. Por otra parte, la inflación subyacente en ese lapso fue de 2.5 por ciento, con una tasa anualizada de 2.1 por ciento en el período noviembre 2001-mayo 2002.

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

En la zona del euro la reactivación económica ha continuado, aunque en el curso del segundo trimestre surgieron preocupaciones entre los observadores del mercado acerca de su solidez. Ello, especialmente a la luz de las revisiones a la baja de los pronósticos de crecimiento para los Estados Unidos en 2002 y de la apreciación del euro. El incremento del producto interno bruto real resultó de 0.9 por ciento (tasa anualizada) durante el primer trimestre, impulsado por las exportaciones. La contribución de la demanda interna ha sido modesta, como reflejo de la lenta expansión del consumo y la inversión del sector privado. Sin embargo, para el resto del año se espera que la reconstitución de inventarios contribuya positivamente al crecimiento. Si bien, en general, los indicadores contemporáneos y adelantados de la actividad económica apuntan a una consolidación de la recuperación en los próximos meses, esta señal no ha sido uniforme y ello ha alimentado la incertidumbre comentada. Así, la producción industrial ha registrado variaciones positivas desde diciembre de 2001 y las ventas al menudeo subieron durante los primeros cuatro meses del presente año. Sin embargo, los indicadores de confianza de los empresarios y de los consumidores, cuya evolución fue favorable durante el lapso enero-abril de 2002, tuvieron un desempeño mixto en mayo, con caídas en Alemania, Bélgica e Italia. A lo anterior habría que agregar la persistencia del desempleo, que aumentó ligeramente de 8.2 por ciento en marzo a 8.3 por ciento en abril.

En lo que toca a la inflación, las noticias fueron positivas en el segundo trimestre. Después de registrar, durante varios meses, una inflación anual por encima de la meta de dos por ciento el incremento de los precios disminuyó a 2 por ciento en mayo y a 1.7 por ciento en junio (el nivel más bajo de este índice desde diciembre de 1999).⁹ Asimismo, la reciente apreciación del euro frente al dólar estadounidense pudiera traducirse en una reducción adicional de las presiones sobre los precios. Con todo, la preocupación acerca de la inflación persiste, ya que el índice subyacente ha venido aumentando a un ritmo superior a la meta, en parte como resultado del alza de los precios de los servicios. Durante el presente año el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido sin cambio su tasa de interés de referencia. Ello, como reacción al balance de riesgos planteado por una reactivación económica aún incierta y a una infla-

⁹ El resultado de mayo refleja en parte un fenómeno de índole estadística, ya que la inflación en mayo de 2001 fue la más elevada de ese año.

ción por encima de dos por ciento. A la luz de la evolución reciente de la inflación y de la renovada incertidumbre acerca del ritmo de la recuperación en los Estados Unidos y en la propia zona del euro, los observadores no anticipan que el BCE pudiera modificar en los próximos meses su tasa de interés de referencia.

Las señales de la recuperación económica de Japón continuaron durante los meses recientes, aunque han sido algo confusas. Impulsado por las exportaciones, el producto interno bruto real creció 5.7 por ciento en el primer trimestre de 2002 (tasa anualizada y desestacionalizada). Sin embargo, como en otras regiones, la fortaleza de la reactivación es todavía incierta. Así, aun cuando los indicadores desestacionalizados de la producción industrial mostraron variaciones positivas en febrero y marzo, se estancaron en abril para luego repuntar en mayo. Asimismo, la tasa de desempleo ha permanecido elevada y en marzo alcanzó un nivel de 5.4 por ciento, superior al observado durante los 12 meses precedentes. En consecuencia, los analistas del mercado pronostican para el año en su conjunto una variación del PIB real de entre menos uno y uno por ciento. Sin embargo, la visión general es que en 2003 el crecimiento será más vigoroso (Cuadro 4). Entretanto, Japón continúa inmerso en un proceso deflacionario, con una tasa de variación de los precios al consumidor de -0.9 por ciento en los 12 meses que terminaron en mayo de 2002. Las tasas nominales de interés están virtualmente en cero y su moneda se apreció en aproximadamente 4 por ciento frente al dólar estadounidense durante junio. Ello, a pesar de una fuerte intervención por parte del Banco de Japón, que vendió yenes por un monto equivalente a 40 mil millones de dólares, en apoyo de la divisa de los Estados Unidos. (Ver cuadro 4)

Las economías de reciente industrialización del Sureste Asiático tuvieron un desempeño sumamente favorable en el primer semestre de 2002. La explicación de ello es que han logrado aprovechar la reanudación del crecimiento en los Estados Unidos, aumentando rápidamente sus exportaciones y la producción industrial. En estos países las tasas de incremento (anualizadas) del PIB real fueron altas en el primer trimestre. Por ejemplo, la expansión real resultó de 7.6 por ciento en China, de 5.7 por ciento en Corea del Sur, de 3.8 por ciento en las Filipinas y de 3.9 por ciento en Tailandia. Una característica notable de la recuperación de este grupo de economías es el papel de "centro de transformación final" que cumple China cada vez más claramente. Así, las exportaciones de China, principalmente orientadas hacia países fuera de la región, aumentaron a una tasa anual de 13 por ciento en los primeros cinco meses de

2002. Lo anterior fue en parte reflejo de las ventajas que obtuvo como resultado de su incorporación a la Organización Mundial de Comercio. A la vez, otros países de la zona, como Tailandia, Malasia y las Filipinas, han incrementado notablemente sus exportaciones a China.

Por un lapso, sobre todo hacia el final del primer trimestre de 2002, comenzó a surgir la confianza de que no habría contagio de la crisis de Argentina al resto de los países de Latinoamérica. Sin embargo, para junio esa tranquilidad casi se había desvanecido y, en su lugar, gradualmente ha venido a consolidarse un clima de preocupación. Los casos más notables son los de los otros socios del Mercosur. La depreciación del tipo de cambio y la caída de los mercados bursátiles en Brasil llama la atención por dos razones. La primera es el hecho de que parte del deterioro de la percepción del riesgo país tiene su origen en problemas de índole interna, incluyendo la incertidumbre suscitada por la campaña electoral y la preocupación por el perfil de vencimientos de la deuda pública en los próximos meses. La segunda es que el gobierno brasileño ha venido manejando de manera ordenada la política macroeconómica. A pesar de ello, Brasil presenta debilidad en sus finanzas públicas debido al nivel tan alto de la deuda, equivalente en la actualidad a 54 por ciento del PIB. Las características contractuales de dicha deuda, que es en su mayor parte interna, hacen sumamente oneroso y volátil su servicio, el cual excedió 8 por ciento del PIB en 2001. Así, no obstante los elevados superávit primarios obtenidos por el gobierno (de no menos de 3.5 por ciento del PIB) durante los últimos años, el cociente deuda-producto ha continuado aumentando.

Dos de las principales manifestaciones de la crisis de confianza por la que atraviesa Brasil son la depreciación del real y el incremento del riesgo país. En el curso del segundo trimestre, el real perdió veinte por ciento de su valor frente al dólar estadounidense de 2.27 a 2.83 reales (nivel similar al observado a principios del otoño de 2001, cuando Brasil estaba aún en proceso de diferenciarse de Argentina). Asimismo, en los primeros días de abril de 2002, el EMBI para Brasil registró un nivel de aproximadamente 700 puntos base, el más bajo desde que se desatara la crisis Argentina en el verano de 2001. Sin embargo, para fines de junio dicho indicador había llegado a 1,700 puntos base, nivel tan sólo inferior al del EMBI argentino y comparable a los observados durante los momentos más críticos de la crisis brasileña de 1998.

La mayoría de los observadores coincide en explicar este deterioro de la percepción del riesgo país para Brasil ha-

ciendo referencia a factores políticos -la incertidumbre respecto al resultado de las elecciones presidenciales que se llevarán a cabo en octubre próximo- y a la posibilidad de que el próximo gobierno enfrente un poder legislativo poco cooperador. Un factor adicional, con fuertes visos de profecía autorrealizable, es el temor a que Brasil tenga problemas para refinanciar los vencimientos más próximos de su deuda pública interna. Al mismo tiempo, se subraya que Brasil ha logrado cumplir con los compromisos adquiridos bajo el acuerdo contingente ("Stand-by") firmado con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en materia de manejo de finanzas públicas y de política monetaria. Los embates de los mercados han llevado al gobierno a anunciar, entre otras medidas, un esfuerzo adicional de ajuste fiscal (un incremento de la meta de superávit primario de 3.5 a 3.75 por ciento del PIB). Las finanzas públicas siguen amenazadas por una dinámica adversa en razón del alto nivel de la deuda pública interna y de su sensibilidad a las variaciones de las tasas de interés. Al mismo tiempo, el gobierno brasileño decidió utilizar los recursos del acuerdo contingente con el FMI disponibles entonces (cerca de 10 mil millones de dólares de los Estados Unidos) y recomprar deuda externa de corto plazo por 3,000 millones de dólares. Hasta el momento dichas medidas han tenido pocos efectos palpables para aliviar la crisis de confianza. Con todo, Brasil tiene prácticamente cubiertas sus necesidades de financiamiento hasta antes de las elecciones presidenciales.

En Argentina la situación siguió deteriorándose en el curso del segundo trimestre de 2002, y aunque las tensiones sociales y políticas continuaron -llevando incluso al anuncio del adelanto de las elecciones presidenciales para marzo de 2003-, no han alcanzado la severidad observada en el último trimestre de 2001 y el primero de 2002. El tipo de cambio cerró el segundo trimestre en 3.56 pesos por dólar, después de haber terminado en marzo ligeramente por debajo de 3 pesos. Por otra parte, el producto interno bruto real cayó 16 por ciento en el primer trimestre y se estima que disminuya en alrededor de 15 por ciento para el año en su conjunto. Las conversaciones entre el FMI y el gobierno argentino prosiguen, si bien dicho organismo esperaría a que se concretara un nuevo acuerdo de ajuste fiscal con todas las provincias y a que el gobierno encontrara una manera de solucionar el problema del "corralito", antes de otorgar nuevos apoyos financieros. En este sentido, cabe notar que el Congreso aprobó un plan de canje voluntario de depósitos bancarios por bonos gubernamentales. Sin embargo, el éxito de este plan está en duda, ya que el pú-

blico cuenta-habiente se rehusa a aceptar pérdidas definitivas. Además, se han obtenido resoluciones judiciales en favor de los depositantes, las cuales les permiten liberar sus recursos. Existen serios cuestionamientos acerca de la capacidad del plan mencionado, aún si fuera instrumentado plenamente, para contribuir a la rehabilitación del sistema bancario. Pese a todo lo anterior, el FMI ha acordado proponer por un año ciertos vencimientos programados originalmente para 2002. Actualmente, Argentina busca lograr arreglos similares en cuanto a sus obligaciones con otros organismos multilaterales.

Preocupados por la posibilidad de un congelamiento de cuentas como en Argentina, los residentes de Uruguay comenzaron a sacar sus recursos del sistema bancario para adquirir dólares, complicando la situación de los bancos y ejerciendo presión sobre el tipo de cambio. Finalmente, el 20 de junio las autoridades uruguayas permitieron que el peso flotara. Esta decisión vino acompañada de una profundización del programa de ajuste apoyado por el FMI. En los primeros meses del año Paraguay también ha sufrido una contracción económica, pues sus principales socios comerciales están, a su vez, en dificultades. Las autoridades han dejado que el guaraní se deprecie y ello ha protegido el nivel de las reservas internacionales.

II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo

En el transcurso del trimestre abril-junio de 2002 se observó una incipiente mejoría de las condiciones en el mercado laboral. Por un lado, después de experimentar fuertes caídas durante 2001 el empleo volvió a crecer. Sin embargo, este incremento fue menor que el promedio observado en el periodo 1996-2000 e inferior al flujo de los nuevos entrantes a la fuerza laboral.¹⁰ Por ello, siguió ampliándose el faltante en la creación de empleos acumulado durante 2001. Por otra parte, el incremento de las remuneraciones reales en algunos sectores resultó superior al aumento de la productividad, lo que implicó la elevación de los costos unitarios y una menor creación de empleos. En otros sectores los costos unitarios descendieron, debido al incremento de la productividad que por factores cíclicos se presenta en las etapas iniciales de una recuperación económica.

¹⁰ De acuerdo al Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1997-2000, en promedio se incorporan anualmente un millón de personas al mercado laboral.

II.2.2.1. Remuneraciones

En abril de 2002 las remuneraciones nominales por trabajador registraron un aumento anual entre 9.3 y 14 por ciento. Así, durante el periodo enero-abril éstas tuvieron una variación anual promedio en un intervalo de 8.6 a 19.6 por ciento, lo cual implicó incrementos reales de 3.7 a 14.1 por ciento (Ver cuadro 5).

En cuanto a su evolución reciente, en abril la productividad mostró un aumento entre 3.5 y 16.7 por ciento. Por otro lado, en dicho mes la variación de los costos unitarios de la mano de obra se situó en un intervalo de -10.6 a 2.8 por ciento. En el período enero-abril en el caso de la industria manufacturera, el incremento de la productividad resultó más que suficiente para compensar el alza que experimentaron los salarios reales. Esto no ocurrió en la industria maquiladora y en el sector comercio y, por tanto, los costos unitarios crecieron (Ver cuadro 6).

Resulta importante señalar que los significativos cambios registrados por el producto por trabajador y por los costos unitarios de la mano de obra en marzo y abril son en parte atribuibles al efecto estacional de la Semana Santa. En particular, estos indicadores se vieron distorsionados porque en 2001 el mencionado periodo vacacional tuvo lugar en abril, mientras que en 2002 ocurrió en marzo. Lo anterior redujo el número de días hábiles en este último mes en comparación con el correspondiente del año pasado, a la vez que lo aumentó en abril. Por tanto, si se toma el promedio de las variaciones durante marzo y abril para corregir por dicho efecto, el cambio del producto por trabajador resultó de 7.5 por ciento en la industria manufacturera, de 0.7 por ciento en la industria maquiladora y de -1.1 por ciento en el sector comercio. Por otra parte, el promedio de las variaciones del costo unitario de la mano de obra durante marzo y abril fue de -3.5 por ciento en la industria manufacturera, de 4.4 por ciento en la industria maquiladora y de 6.1 por ciento en el sector comercio.

La industria manufacturera comenzó a mostrar signos incipientes de una recuperación. El crecimiento del producto por trabajador y la caída de los costos unitarios de la mano de obra en este sector en marzo y en abril (aunque con la influencia de elementos estacionales) resulta alentador. El aumento de la productividad en la industria manufacturera es atribuible a que el sector está fuertemente ligado a la producción industrial y al sector exportador, por lo que el repunte de la actividad industrial en los Estados Unidos ha incidido favorablemente sobre su ritmo de producción. Co-

mo ocurre normalmente durante los primeros meses de una recuperación económica, la mayor producción no vino acompañada en la misma proporción por un aumento de la demanda de trabajadores. Esto se debe a la incertidumbre existente en cuanto a la permanencia de dicha recuperación, así como a la subutilización de la mano de obra que caracterizó a la etapa recesiva del ciclo económico. Dado que en los inicios de una reactivación la productividad aumenta por razones cíclicas, es probable que en el futuro el crecimiento de la productividad se modere al afianzarse el repunte de la producción y cuando la creación de empleos se vuelva más vigorosa. También es importante destacar que durante el año pasado fue en este sector donde las remuneraciones registraron un menor crecimiento, lo que puede haber contribuido a la recuperación del empleo.

A lo largo del año pasado y durante enero de 2002 tuvo lugar una importante disminución del número de empleos en el sector manufacturero no maquilador. Lo anterior fue causa de que la productividad media se estabilizara, e inclusive creciera durante parte de 2001. Sin embargo, como se señaló en el Informe sobre la Inflación del trimestre previo, el aumento de la productividad fue en gran medida causado por una reducción de los puestos de trabajo y no por una mejora de las condiciones productivas de las empresas. Consecuentemente, se considera que ese resultado no fue representativo de desarrollos favorables en la situación del mercado laboral.

En contraste con lo expuesto, en el segundo trimestre de 2002 el importante aumento que experimentó la productividad en el sector manufacturero no maquilador ya vino acompañado de menores caídas en el personal ocupado (Gráfica 9). Estas ganancias en la productividad son características de las etapas iniciales de recuperación en los ciclos económicos, ya que en esas fases la expansión de la producción se obtiene principalmente por un uso más intensivo de la capacidad instalada y no mediante el aumento del empleo.

Los movimientos cíclicos de la productividad pueden dividirse en cuatro etapas. En la inicial, al comienzo de la contracción, la producción cae más rápido que el empleo y la productividad media se reduce. En una segunda etapa, el empleo continúa disminuyendo pero a una tasa mayor que la de la producción, por lo que la productividad media se estabiliza e incluso puede crecer. En la tercera fase, al inicio del periodo de expansión, el empleo aumenta menos que el producto, lo que ocasiona que la productividad media suba. Finalmente, durante la expansión el empleo en el sector se eleva más que el producto y, en consecuencia, la productivi-

dad media tiende a bajar. Con base en estos movimientos cíclicos, es razonable prever que el incremento de la productividad promedio que se observó durante marzo y abril muy probablemente no se sostendrá en el futuro. Ver gráfica 9)

A diferencia de lo ocurrido en el sector manufacturero, la elevación de los costos unitarios de la mano de obra persistió en la industria maquiladora y en el comercio. En particular, el aumento del producto por trabajador conseguido en esos dos sectores en abril de 2002 no fue suficiente para compensar el incremento de las remuneraciones reales, por lo que los costos unitarios de la mano de obra se elevaron. Como se ha apuntado en Informes sobre la Inflación anteriores, este hecho dificulta la creación de nuevos empleos.

La masa salarial y el personal ocupado en la industria manufacturera no maquiladora mostraron en el periodo reportado variaciones anuales promedio de -1.3 y -5.5 por ciento, respectivamente. En el sector maquilador de exportación, las variaciones anuales de ambos agregados fueron respectivamente de -9.9 y -15.4 por ciento. Por otra parte, la masa salarial y el personal ocupado en el sector comercio experimentaron variaciones promedio de 1.94 y -0.7 por ciento en igual lapso. En todos estos casos, los cambios referidos señalan una mejoría en comparación con los observados durante el primer trimestre de 2002. En los últimos meses, tanto las variaciones del personal ocupado como las de la masa salarial han comenzado a estabilizarse (Ver gráfica 10).

El deterioro que se observó en el mercado laboral a lo largo de 2001 y hasta el primer trimestre de 2002 muestra en la actualidad una corrección incipiente. En el caso del sector manufacturero, el personal ocupado y la productividad han aumentado a la vez que la masa salarial ha tendido a estabilizarse. Sin embargo, la recuperación del empleo que tuvo lugar durante el segundo trimestre de 2002 fue modesta y no se ha presentado aún en la industria de la construcción y en el sector comercio. Este hecho no es sorprendente si se considera que en ambos sectores la productividad ha registrado menores incrementos y las remuneraciones reales por trabajador mayores crecimientos que en el sector manufacturero.

II.2.2.2. Salarios Contractuales

El aumento promedio de los salarios nominales contractuales resultó de 6.1 por ciento en el segundo trimestre de 2002. Cabe señalar que el alza de los salarios contractuales fue ligeramente inferior a la observada durante el primer trimestre. Así, los incrementos promedio de los salarios

contractuales en abril, mayo y junio fueron, respectivamente, de 5.8, 6.5 y 6 por ciento.

En el período de referencia los salarios contractuales nominales crecieron a tasas mayores en la industria manufacturera que en otros sectores. La brecha fue en promedio de un punto porcentual (Cuadro 7). Aunque esto parecería compatible con el hecho de que en la industria manufacturera los aumentos de la productividad han sido más pronunciados que en el resto de las industrias, este último fenómeno es de índole cíclica y transitoria. Además, se registraron en el sector caídas muy significativas de la ocupación durante el año pasado y aún subsiste un déficit de empleos muy elevado. Así, sería deseable que en esta actividad los aumentos de los salarios contractuales reflejaran con mayor fidelidad la situación de holgura existente en el mercado laboral. (Ver cuadro 7 y 8)

En cuanto a los salarios contractuales por tipo de empresa, éstos registraron un aumento promedio de 6.2 por ciento en las privadas y de 5.1 por ciento en las públicas. (Ver cuadro 8)

La brecha entre los incrementos nominales de los salarios contractuales y la inflación esperada para los siguientes doce meses se ubicó en un nivel promedio de 1.83 por ciento durante el segundo trimestre de 2002 (Gráfica 11). Dicho diferencial resultó menor que el correspondiente a igual lapso de 2001 (3.36 por ciento) y que el observado en el primer trimestre del presente año (1.96 por ciento). (Ver gráfica 11)

Si bien durante el trimestre abril-junio de 2002 se desaceleró el ritmo al cual venían creciendo los salarios contractuales nominales, cabe insistir en la importancia de lograr revisiones salariales más congruentes con las expectativas de inflación. Dada la incertidumbre que subsiste respecto al repunte de la economía, y considerando que los aumentos de la productividad observables al inicio de toda recuperación son temporales, resulta conveniente que las revisiones salariales se moderen. Esto es especialmente pertinente para aquellos sectores que han logrado ganancias en productividad limitadas o en cuyo seno la ocupación todavía no ha registrado ampliación. Por tanto, se concluye que a pesar de que ha continuado el proceso de acomodo de los incrementos salariales con las condiciones prevalecientes en el mercado laboral éste es aún insuficiente.

II.2.2.3. Empleo

Durante el segundo trimestre de 2002, la ocupación mostró signos de una incipiente mejoría. En términos de empleo

formal, al cierre de junio el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se ubicó en 12,232,842 personas, o sea, 69,205 por arriba del total registrado a la conclusión del año 2001 (Gráfica 12a). Cabe destacar que durante abril, mayo y junio se crearon aproximadamente 103 mil nuevas plazas, resultado que se compara favorablemente con la pérdida de más de 100 mil empleos sufrida durante el mismo trimestre del año anterior. Por otro lado, con datos desestacionalizados el número de trabajadores permanentes y eventuales urbanos afiliados al IMSS experimentó un incremento de aproximadamente 90 mil personas durante el trimestre objeto de esta publicación. Estas cifras son indicativas de que tuvo lugar una recuperación modesta del empleo.

La afiliación de trabajadores permanentes en el sector servicios aumentó en aproximadamente 51 mil asalariados en el segundo trimestre de 2002, después de haber caído en más de 35 mil durante los primeros tres meses del año. De dicho aumento, más de 23 mil se ubicaban en el comercio. Por otra parte, la ocupación en el sector agropecuario resintió una contracción superior a 65 mil empleos, lo cual se compara desfavorablemente con el aumento de casi 48 mil que se obtuvo durante el primer trimestre de 2002. Finalmente, el número de puestos de trabajo en el sector industrial se expandió en más de 59 mil, después de que durante el trimestre anterior disminuyera en aproximadamente 3 mil. La creación de empleos del sector manufacturero en el trimestre abril-mayo fue de 24 mil, sustancialmente menor que el promedio registrado en el periodo 1996-2000 (76 mil nuevos empleos trimestrales, casi el 45 por ciento de la creación total de puestos de trabajo en el sector formal).

Resulta evidente que en los últimos meses han comenzado a revertirse las tendencias contraccionistas que venía experimentando el empleo. En particular, el comportamiento reciente de la estadística de puestos de trabajo en el sector industrial constituye una señal positiva respecto a la evolución futura del mercado laboral. Ello, toda vez que durante el año pasado el empleo en dicho sector fue el que más sufrió los efectos de la desaceleración económica.

En el segundo trimestre de 2002, los principales indicadores de desempleo mostraron resultados muy similares a los observados en el primero. Así, la tasa de desempleo abierto se ubicó en promedio en 2.6 por ciento, mientras que en los primeros tres meses de 2002 fue de 2.8 por ciento. Es importante señalar que durante el periodo de análisis la serie de tendencia de la tasa de desempleo abierto comenzó a descender, interrumpiéndose así la trayectoria creciente

que mostró durante 2001 y en el primer trimestre de 2002 (Gráfica 12b).

La tasa de ocupación parcial de menos de 35 horas y de desocupación resultó inferior en promedio a la que prevaleció durante los primeros tres meses del año. En particular, en el segundo trimestre dicha tasa fue de 17.5 por ciento, la cual se compara favorablemente con la de 20.7 por ciento registrada durante el trimestre enero-marzo. Al respecto, resulta importante señalar que la serie de tendencia de este indicador también comenzó a bajar, después de haber aumentado de manera continua desde octubre de 2001. Lo anterior debe tomarse con alguna reserva, ya que dicha serie es la que presenta mayor volatilidad y, por tanto, su tendencia no es tan clara como en los otros dos casos (Gráfica 12c). (Ver gráfica 12)

De acuerdo con el género de los trabajadores, durante el segundo trimestre de 2002 la tasa de desempleo abierto fue similar para los hombres y las mujeres. En promedio, ésta resultó de 2.7 por ciento para los primeros y de 2.5 por ciento para las segundas. Sin embargo, la duración promedio del desempleo se alargó. Así, el porcentaje de personas desempleadas por cinco o más semanas pasó de un promedio de 38.7 por ciento en el primer trimestre a 44.2 por ciento en el segundo.

El empleo en el sector informal aumentó ligeramente. Una manera indirecta de medir la ocupación en dicho sector es a través del porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA) que no recibe algún tipo de prestación. En el primer trimestre dicho indicador se ubicó en promedio en 47.6 por ciento, mientras que en abril-junio llegó a 48.3 por ciento.

II.2.2.4. Resumen

En el segundo trimestre de 2002 se inició una modesta mejoría de las condiciones prevalecientes en el mercado laboral. Por un lado, el empleo comenzó a mostrar un ligero aumento después de haber sufrido fuertes caídas durante 2001. La serie desestacionalizada de los trabajadores permanentes y eventuales urbanos asegurados en el IMSS aumentó en aproximadamente 90 mil personas, mientras que la tasa de desempleo abierto experimentó una disminución pequeña. Es importante señalar que el aumento del empleo formal -que fue menor que el promedio de 175 mil empleos trimestrales observado en el periodo 1996-2000- resultó insuficiente para proporcionar fuentes de trabajo para los nuevos entrantes a la fuerza laboral. En consecuencia, si-

guió ampliándose el déficit de empleos en relación con las necesidades derivadas del crecimiento de la fuerza laboral. Por tanto, es de suponerse que un gran número de personas pasó a formar parte del sector informal.

Por otra parte, el crecimiento nominal de los salarios contractuales disminuyó a niveles entre 5.8 y 6.5 por ciento. Sin embargo, estas tasas son todavía elevadas dada la holgura del mercado laboral. Lo anterior ha limitado la recuperación de la ocupación. Para generar empleos a una tasa congruente con la expansión de la fuerza laboral y comenzar a recuperar los puestos de trabajo que se perdieron en 2001, es necesario que continúen atenuándose los aumentos salariales para hacerlos más acordes con la situación prevaleciente en el mercado laboral. Como se mencionó, el aumento que ha registrado la productividad en el sector manufacturero es un fenómeno propio de la fase inicial de la recuperación económica y, por tanto, transitorio. Es por ello que el Banco de México reitera la conveniencia de que se modere el crecimiento de las remuneraciones reales a la vez que empresas y trabajadores acuerden una reforma laboral que consiga reducir o eliminar las rigideces que caracterizan a dicho mercado.

II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

Por tercera ocasión consecutiva, durante el primer trimestre de 2002 la oferta y demanda agregadas mostraron una caída con respecto a su nivel de igual lapso del año anterior. Sin embargo, la reducción a tasa anual de 2.5 por ciento observada en el trimestre enero-marzo resultó menos pronunciada que las del tercero (3.4 por ciento) y cuarto (3.3 por ciento) trimestres de 2001. Los dos componentes de la oferta agregada contribuyeron a dicho resultado, disminuyendo el PIB en el periodo 2 por ciento y las importaciones 3.8 por ciento. Por el lado de la demanda agregada, por primera vez desde el trimestre enero-marzo de 1996 se observó una reducción del consumo privado, habiendo sido ésta de 1.5 por ciento. Tanto las adquisiciones de bienes no durables y servicios como las de bienes durables experimentaron contracciones importantes, de 1.6 por ciento y 2.9 por ciento respectivamente. De acuerdo con el INEGI, la disminución que mostró el consumo de bienes durables se debió a la reducción de las compras de vehículos, muebles metálicos y aparatos eléctricos y electrónicos, entre otros.

Los demás componentes de la demanda agregada continuaron disminuyendo, si bien a tasas menores que las experimentadas durante los últimos dos trimestres de 2001.

La inversión privada descendió 5.9 por ciento con respecto al dato del mismo trimestre del año anterior y las exportaciones lo hicieron 5.8 por ciento. Por otra parte, el gasto del sector público mostró una contracción a tasa anual, de 1.1 por ciento el consumo y de 13.3 por ciento la inversión (Cuadro 9).

La fuerte caída del PIB y sus componentes fue en parte atribuible al fenómeno estacional de la Semana Santa. De acuerdo con el INEGI, al ajustarse las cifras por el referido efecto, la caída anual del PIB en el trimestre resultó de 1.5 por ciento.

Durante el primer trimestre de 2002 el único rubro que contribuyó de manera positiva al crecimiento de la demanda agregada fue la variación de inventarios. Por otra parte, el consumo privado mostró una variación negativa. Cabe señalar que la caída registrada por el PIB (2 por ciento) resultó más pronunciada que la que se había anticipado en el Informe anterior (1.6 por ciento). La diferencia entre estas cifras se explica principalmente porque el consumo se debilitó más que lo previsto.¹¹

Al examinarse la evolución de los componentes de la oferta y de la demanda agregadas con base en datos desestacionalizados, se detectan durante el primer trimestre de 2002 algunas señales de recuperación que no es posible captar al utilizarse las tasas de variación anual. Así, en enero-marzo se observó la primera variación positiva en tasa trimestral de la oferta y de la demanda agregadas (0.2 por ciento) desde el tercer trimestre de 2000. Por el lado de la oferta, dicho crecimiento fue resultado de un aumento de las importaciones (0.7 por ciento) y de un comportamiento estable del PIB. Por el lado de la demanda, los rubros de gasto privado tuvieron una evolución desfavorable. Ello, toda vez que la inversión privada cayó por quinto trimestre consecutivo (0.2 por ciento) y el consumo disminuyó (0.2 por ciento). Por su parte, el consumo del sector público también registró una baja, mientras que su inversión presentó un aumento importante. (Ver cuadro 9)

La información disponible respecto a la evolución de la demanda agregada y de la producción en el segundo trimestre de 2002 fortalece la evidencia de una recuperación. Sin

¹¹ La sorpresiva caída registrada por el consumo y el significativo cambio que exhibieron los inventarios podrían ser reflejo de algún problema de medición, mismo que tal vez se corrija en los siguientes trimestres.

embargo, la influencia estadística de la Semana Santa dificulta la interpretación de los resultados. A continuación se presentan los elementos que apuntan hacia una reactivación:

(a) Tanto el IGAE como la producción industrial exhibieron en abril variaciones anuales de signo positivo. Si bien el resultado de abril fue en parte un reflejo del efecto estadístico referido, al promediarse las tasas anuales de crecimiento correspondientes a marzo y abril para eliminar dicho efecto, la producción industrial y el IGAE registraron variaciones respectivas de 0.2 y 0.2 por ciento. Asimismo, en abril, por cuarto mes consecutivo, el IGAE mostró un incremento mensual desestacionalizado (0.89 por ciento). De acuerdo al proceso de desestacionalización que se aplica en el Banco de México, la producción industrial experimentó aumentos mensuales en los primeros cinco meses del año. De igual manera, con datos desestacionalizados, la producción manufacturera registró tasas de variación mensual positivas en cuatro de los cinco primeros meses de 2002. Finalmente, durante el transcurso del año ha aumentado el número de ramas de la industria manufacturera cuya producción mostró incrementos anuales;

(b) Las ventas al menudeo en mayo presentaron un aumento mensual de 1.1 por ciento con datos desestacionalizados, continuando así con la tendencia ascendente iniciada a principios del año. No obstante que la variación mensual de las ventas al mayoreo fue negativa (0.6 por ciento), su nivel con cifras desestacionalizadas se ha mantenido relativamente estable en los últimos meses (crecieron 0.7 por ciento en abril);

(c) En junio las ventas de las tiendas de la ANTAD aumentaron en forma significativa (5.6 por ciento a tasa anual);

(d) Las ventas internas y la producción del sector automotriz continuaron mostrando avances notables durante el segundo trimestre. En ese lapso las tasas respectivas de crecimiento anual promedio fueron de 30 y 5 por ciento;

(e) En abril la inversión fija bruta presentó un incremento anual de 7.6 por ciento. Con datos desestacionalizados dicha variable también experimentó un aumento de 0.62 por ciento, con respecto a su nivel de marzo. De esta manera, en el primer cuatrimestre de 2002 la inversión registró tres tasas mensuales de crecimiento positivas. De hecho, con datos desestacionalizados el gasto en inversión aumentó 4.9 por ciento con relación a su nivel mínimo observado en septiembre de 2001;

(f) Considerando las cifras desestacionalizadas del INEGI, en abril el empleo de la industria maquiladora subió 0.14 por ciento con respecto al dato del mes inmediato anterior. Asimismo, las horas trabajadas crecieron 1.27 por ciento y las remuneraciones medias reales pagadas 1.21 por ciento;

(g) En junio, el número de trabajadores asegurados en el IMSS continuó aumentando, a la vez que se incrementó el total de entidades federativas que reportaron una mejoría de la ocupación formal; y

(h) En abril registraron incremento mensual tanto los indicadores coincidentes como los adelantados que publica el INEGI.

Por otra parte, todavía se perciben señales de fragilidad en cuanto a la recuperación. En particular, destaca que las expectativas respecto al clima de los negocios, recabadas entre los especialistas en economía del sector privado, así como el índice de confianza de las empresas manufactureras se debilitaron en junio y mayo, respectivamente.

Como se comenta más adelante, los déficits comerciales, total y no petrolero, acumulados en los primeros 6 meses de 2002 resultaron 19.5 y 6.4 por ciento menores que los registrados en igual periodo del año anterior (Gráfica 15). Lo señalado sugiere que la fase de recuperación del ciclo económico, aún incipiente, se está presentando en primera instancia en el ámbito industrial. Ello encuentra explicación en la gran sincronía que ha exhibido dicho sector con su similar en los Estados Unidos (Ver gráfica 13).

Dada la importancia que tiene el sector industrial en el comercio exterior de México, es previsible que en el segundo trimestre su evolución haya contribuido significativamente a la recuperación del crecimiento económico. En cuanto a los demás componentes de la demanda agregada, se estiman contribuciones positivas, aunque modestas, tanto del consumo como de la inversión. En ambos casos la aportación del sector público habrá sido importante.

Con base en la información hasta ahora disponible, el Banco de México estima que en el segundo trimestre de 2002 el PIB real haya crecido a una tasa anual cercana a 1.8 por ciento. Con datos desestacionalizados, lo anterior implica una variación trimestral positiva. Por otra parte, es probable que el incremento anual del consumo y de la inversión haya resultado de uno por ciento.

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

La incipiente recuperación del sector industrial ha estado sustentada en lo principal en el sector exportador. Así, en la etapa inicial de la recuperación de la economía de México, la contracción a tasa anual que venían experimentando las exportaciones se atenuó significativamente. Si bien un fenómeno similar se ha presentado por el lado de las importaciones, la debilidad de la demanda interna ha contribuido a que el ajuste sea menos intenso que en el caso de las exportaciones. Como resultado, el déficit total acumulado en el segundo trimestre de 2002 fue menor que el registrado en el mismo periodo del año anterior. En el pasado Informe sobre la Inflación se comentó que un comportamiento similar se presentó en el primer trimestre, por lo que en el primer semestre el déficit de la balanza comercial se redujo de 3,968 millones de dólares en 2001 a 3,195 millones en 2002. Con base en esta información se estima que el déficit de la cuenta corriente en el segundo trimestre de 2002 haya sido de 3,300 millones de dólares y de aproximadamente 7,200 millones en el primer semestre. (Ver gráficas 14 y 15)

En suma, la debilidad de la demanda interna, el repunte de la actividad exportadora y el alza de los precios del petróleo son los principales factores que explican la menor demanda de recursos externos. Los resultados de la cuenta corriente contribuyeron a hacer frente de manera ordenada a la volatilidad que registraron los mercados internacionales de capital en el segundo trimestre.

Por el lado de la cuenta de capital, durante el segundo trimestre de 2002 se presentó una contracción de la oferta de inversiones de cartera. Ello, como reacción al aumento de la aversión al riesgo causado por el deterioro del entorno internacional. No obstante lo anterior, se registrará un incremento de la inversión extranjera directa (IED) al que contribuirían tanto la venta de Aseguradora Hidalgo (AHI-SA) como la del paquete accionario de Bancomer que se encontraba en manos del gobierno. Al respecto, la previsión es que en el trimestre reportado el superávit de la cuenta de capitales haya sido de 3,800 millones de dólares.

El entorno externo menos favorable y el cambio de las expectativas de los inversionistas extranjeros respecto al crecimiento futuro de la economía nacional, contribuyeron a que se registrara un deterioro de la percepción del riesgo país. Ello dio lugar a un aumento del costo del financiamiento externo para la economía mexicana.

Entre los factores explicativos de los acontecimientos anteriores destacan los que se señalan a continuación:

(a) El incremento de la aversión al riesgo en los mercados internacionales de capital ha impactado adversamente al mercado accionario y al de los bonos soberanos y corporativos. Este fenómeno ha sido consecuencia de lo siguiente:

- Un menor optimismo respecto a la recuperación de la economía mundial;
- Las dificultades inherentes al financiamiento del creciente déficit de la cuenta corriente de los Estados Unidos y la depreciación del dólar;
- Los escándalos relacionados con las prácticas contables de las empresas en los Estados Unidos y en Europa;
- La falta de solución a la crisis de Argentina y su contagio sobre Uruguay;
- Los problemas financieros por los que actualmente atraviesa la economía brasileña; y
- La incertidumbre geopolítica derivada de la tensa situación que subsiste en el Medio Oriente, de la lucha contra el terrorismo internacional y del conflicto entre la India y Pakistán.

(b) La moderación del optimismo respecto a la recuperación económica en los Estados Unidos ha afectado de manera importante el crecimiento esperado de la economía mexicana, e influido desfavorablemente sobre el precio de los activos nacionales; y

(c) La menor probabilidad que le asignan los inversionistas al avance de la agenda pendiente de reformas estructurales, por el clima de tensión política que prevalece en el país: (Ver gráfica 16)

Durante el segundo trimestre la cotización del peso experimentó una depreciación. Este movimiento tuvo su origen, en parte, en el deterioro de la percepción del riesgo país (Gráfica 16). Asimismo, la moneda nacional registró una correlación positiva con los movimientos de la cotización dólar/euro (Gráfica 17). Esta correlación puede responder a varias causas;

(a) En la medida en que la depreciación del dólar frente al euro es reflejo de una contracción de la oferta de recursos

dirigida a los Estados Unidos, ello tiene como consecuencia un aumento del costo del financiamiento de la inversión en ese país. Debido a que aproximadamente el 80 por ciento de la IED que llega a México proviene de los Estados Unidos, es probable que ésta sea recortada, impactando de manera negativa al crecimiento económico y limitando las fuentes de financiamiento de largo plazo para la cuenta corriente de México;

(b) Una disminución drástica de los flujos de capital hacia América del Norte implicaría que todas las monedas de la región tuvieran que depreciarse en términos reales. Sin embargo, debido a la aparente baja sensibilidad de la balanza comercial de México ante los movimientos del tipo de cambio, es probable que la depreciación real del peso, necesaria para compensar dicha perturbación en la cuenta de capitales, pudiera ser mayor que la registrada por el dólar; y

(c) En ocasiones los participantes en los mercados financieros operan con base en la aplicación de reglas mecánicas que se apoyan en observaciones casuísticas. Cuando este tipo de práctica es adoptado por un número importante de agentes económicos, su influencia puede terminar validando los supuestos en que se sustenta dicha regla. Esto ocurrió en el año 2000 cuando la cotización del peso guardó una relación estrecha con los movimientos del índice NASDAQ. Sin embargo, eventualmente dicha relación cesó y no se ha vuelto a presentar. Bajo esta óptica, la referida correlación entre la cotización peso/dólar y la dólar/euro ha servido como elemento detonador para inducir una depreciación cambiaria que el mercado juzgó necesaria. Una vez ocurrido el ajuste, existe la posibilidad de que dicha conexión se debilite hasta llegar a desaparecer. (Ver gráfica 17)

El debilitamiento del optimismo respecto a la recuperación económica en los Estados Unidos y la percepción de que el progreso en la agenda pendiente de reformas estructurales en México será más lento, incidieron en forma directa sobre la cotización del peso. Lo anterior, además del efecto indirecto que ejercieron vía su influencia sobre la percepción del riesgo país.

Dichas influencias directas se derivan de que los factores mencionados impactan negativamente al crecimiento potencial de la economía nacional. Si una economía crece menos en el largo plazo ello conlleva un tipo de cambio real de equilibrio más depreciado.

En algunos círculos se ha mencionado que la depreciación del peso fue inducida por la reducción del "corto" instrumentada en abril. El mecanismo a través del cual este resultado se hubiese producido habría sido mediante la reducción de las tasas de interés internas y de la brecha entre éstas y las externas. Los movimientos de las tasas de interés a partir de la segunda mitad de abril han sido precisamente en el sentido contrario al implícito en dicha hipótesis. Esto es, tanto las tasas internas como el diferencial entre éstas y las externas, aumentaron. Asimismo, los movimientos del peso comenzaron antes de la acción mencionada de política monetaria (Ver gráfica 18).

II.2.5. Precios Administrados y Concertados

Al cierre del trimestre el incremento a tasa anual del subíndice de precios administrados y concertados fue de 6.9 por ciento. El movimiento al alza que registró la inflación anual de este subíndice estuvo determinado por el aumento de los precios administrados, particularmente del gas doméstico.

En abril, mayo y junio la inflación mensual del subíndice de precios administrados y concertados¹² resultó, respectivamente, de 0.66, -0.21 y 0.50 por ciento. Cabe resaltar que los incrementos mensuales del subíndice de precios administrados y concertados se comparan desfavorablemente con los observados durante los mismos meses de 2001.¹³

En cuanto a los productos con precios administrados, en abril, mayo y junio éstos registraron variaciones mensuales de 0.95, -0.85 y 0.92 por ciento respectivamente. Por otra parte, los servicios y productos con precios concertados, experimentaron incrementos mensuales de 0.44, 0.30 y 0.17 por ciento.

En el caso de los bienes con precios administrados, el comportamiento reportado es atribuible a que en abril y mayo

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

13 Las variaciones fueron de -0.48, -0.98 y 0.18 por ciento en abril, mayo y junio de 2001, respectivamente.

se elevó significativamente el precio del gas doméstico. En particular, en abril, mayo y junio la inflación mensual del gas doméstico se ubicó en 5.43, 8.19 y 1.70 por ciento, respectivamente. Estos aumentos estuvieron ligados al incremento del precio internacional del petróleo (referencia para el del gas doméstico). Si bien el alza de los precios del gas doméstico se vio parcialmente compensada por la baja de las tarifas eléctricas, el decremento estacional de éstas asociado a la entrada en vigor de las tarifas de verano fue menos pronunciado que en años pasados. La inflación mensual de las tarifas eléctricas fue de -1.79, -11.03 y 1.11 por ciento en esos meses, respectivamente. En lo que concierne a los bienes con precios concertados, aquéllos cuyas tarifas experimentaron los mayores aumentos fueron el estacionamiento, los taxis y el transporte colectivo, con incrementos mensuales de 1.73, 0.74 y 0.48 por ciento.

II.2.6. Resumen

La inflación anual del INPC se mantuvo estable durante los primeros dos meses del periodo abril-junio de 2002 pero repuntó al final del trimestre. Ello fue consecuencia del aumento que registró la inflación anual de los subíndices de precios agropecuarios y de los administrados y concertados. Por otra parte, la inflación anual subyacente descendió significativamente. En particular, al cierre del segundo trimestre de 2002 esta última contribuyó con 2.66 puntos porcentuales a la inflación general, de los cuales 0.79 correspondieron a las mercancías y 1.87 a los servicios (Cuadro 10). Ello marca una diferencia con la incidencia que tuvieron esos dos rubros al término del primer trimestre, ya que en ambos casos fue mayor, de 1.13 y 1.92 puntos porcentuales respectivamente. La contribución del incremento de los precios de los productos agropecuarios al crecimiento del INPC aumentó de 0.32 puntos porcentuales en marzo a 0.59 puntos en junio. Por otra parte, la contribución del aumento de los bienes administrados y concertados pasó de 0.84 a 1.25 puntos en el mismo lapso. Finalmente, la contribución de la inflación anual de los servicios educativos se mantuvo en un nivel similar al observado en el trimestre pasado. (Ver cuadro 10)

El comportamiento que mostraron los precios en el contexto de la depreciación cambiaria que tuvo lugar durante el segundo trimestre de 2002, sugiere que podría haberse debilitado la transmisión de las variaciones del tipo de cambio hacia los precios. Al respecto, es significativo que el proceso de desinflación en el sector de las mercancías, cuyos precios son más sensibles a los movimientos del tipo

de cambio, no se ha desacelerado. Sin embargo, para confirmar la validez de esta conclusión es necesario vigilar la evolución que tenga la inflación subyacente de las mercancías durante los próximos meses.

III. La Política Monetaria Durante el Segundo Trimestre de 2002

En la presente sección se exponen las razones que llevaron al Banco de México a modificar la postura de la política monetaria durante el período abril-junio. Como complemento de lo anterior, también se presenta un análisis de la evolución en el trimestre de las expectativas de inflación y de las tasas de interés nominales y reales. Lo anterior, en razón de la influencia que ejercen ambas variables sobre las condiciones monetarias imperantes en la economía y sobre las percepciones del público respecto al proceso inflacionario. Por último, se comenta la trayectoria que mostraron la base monetaria y otros agregados monetarios y crediticios.

III.1. Acciones de Política Monetaria

El 12 de abril la Junta de Gobierno del Banco de México decidió disminuir el "corto" de 360 a 300 millones de pesos, manteniéndolo en ese nivel durante el resto del trimestre.

Como se comentó en el pasado Informe sobre la Inflación, el 8 de febrero de 2002 se aumentó el "corto" a 360 millones de pesos. La medida se tomó con el fin de evitar un posible deterioro de las expectativas de inflación y de prevenir la eventualidad de un contagio sobre la formación de los precios en general. Esto último, debido al impacto inflacionario derivado de la eliminación parcial del subsidio a las tarifas eléctricas que fue anunciada por el Gobierno Federal el 29 de enero y entró en vigor a partir del 8 de febrero. El incremento del INPC causado por el efecto directo de la reducción del subsidio a las tarifas eléctricas se estimó en 0.37 puntos porcentuales.

En consecuencia, el incremento del "corto" aplicado en febrero tuvo un carácter eminentemente preventivo. La finalidad fue coadyuvar a generar las condiciones monetarias apropiadas para alcanzar los objetivos de inflación propuestos tanto para el presente año como para 2003.

La acción de política monetaria instrumentada en febrero, junto con otros elementos, parece haber surtido el efecto deseado en lo concerniente a la formación de las expectati-

vas. Ello se corrobora con la revisión a la baja que mostraron en esos meses los pronósticos de inflación.

Si bien en febrero la inflación anual del INPC experimentó un incremento, debido como se dijo al aumento que registraron los subíndices de los productos agropecuarios y de los administrados y concertados, la inflación mensual no resultó elevada. Asimismo, en marzo la inflación general disminuyó. Por su parte, la inflación anual subyacente descendió tanto en febrero como en marzo.

Un elemento adicional que se tomó en consideración para la decisión de disminuir el "corto" en abril, fue el hecho de que si bien la inflación anual de los servicios no había mostrado una reducción considerable durante los primeros meses del año, existían factores que permitían anticipar su moderación. Entre ellos cabe destacar los que se señalan a continuación: i) la atenuación que registraron durante el primer trimestre los incrementos salariales contractuales, con respecto a los observados en 2001, ii) la debilidad de la actividad económica y iii) la holgura prevaleciente en el mercado laboral. En realidad, en el segundo trimestre se observó una disminución marginal de la inflación subyacente anual de los servicios.

El efecto de las influencias mencionadas tiende a manifestarse con un rezago sobre la evolución de los precios, en particular de los servicios. En primer lugar, debido a que la revisión de los salarios contractuales en un mes determinado se aplica sólo a una fracción de todos los contratos laborales en la economía. Por ejemplo, si el número de contratos y de trabajadores afectados se distribuyera uniformemente en todos los meses del año, la última negociación contractual determinaría la evolución del salario de tan sólo la doceava parte de la fuerza laboral.

En segundo lugar, usualmente una desaceleración económica se traduce al inicio en una producción más baja y con posterioridad en debilidad del mercado laboral. Ello, a causa de que los costos asociados a los despidos de personal llevan a que las empresas esperen a juzgar el grado de permanencia de las condiciones desfavorables en la economía antes de recortar la planta laboral. Por último, existe una inercia importante a lo largo del año en lo que hace a la determinación de los salarios contractuales. Ello, ya que los trabajadores de un mismo sector de la producción tienden a demandar incrementos similares a los otorgados por otras empresas de ese ramo a principios del año, aun cuando las condiciones imperantes en la economía hayan cambiado significativamente. Lo anterior da lugar a que los ajustes

más importantes de los salarios contractuales ocurran en determinadas épocas del año, particularmente durante los primeros y los últimos meses.

En el segundo trimestre se presentaron diversos fenómenos que podrían haberse interpretado como causales de mayores presiones inflacionarias. Entre ellos destacan la depreciación cambiaria a partir de abril, el aumento de la inflación del INPC en junio y el incremento en el mismo mes de la inflación esperada para 2002. Sin embargo, al analizarse las implicaciones de lo sucedido, no se encontró que dichos fenómenos necesariamente conllevaran presiones inflacionarias futuras. En cuanto al incremento de la inflación en junio, como se indica en la sección de este Informe sobre la evolución de los precios, éste se debió a un alza importante de las cotizaciones de los productos agropecuarios. Como se ha señalado, los precios de los bienes excluidos del subíndice subyacente presentan una volatilidad significativa. Por tanto, su comportamiento no es siempre un indicador confiable de la tendencia de mediano plazo de los precios. En contraste, durante el segundo trimestre la inflación subyacente se mantuvo en la trayectoria descendente que viene observándose desde hace muchos meses.

La inflación esperada para 2002 subió en el segundo trimestre a 4.76 por ciento, con un incremento de 0.18 puntos porcentuales respecto al pronóstico recabado en marzo (Gráfica 19). Ello es atribuible, en lo esencial, a que en abril y junio la inflación del INPC experimentó incrementos mayores que los anticipados. Sin embargo, tomando en cuenta estos valores ya observados, la inflación del INPC esperada para la segunda mitad del año no se ha alterado.

La expectativa de un efecto transitorio del aumento de la inflación del INPC se confirma al notar que durante el trimestre objeto de este Informe la inflación esperada para los próximos 12 meses disminuyó de manera significativa. Asimismo, la inflación prevista para 2003 se mantuvo prácticamente constante.¹⁴ En particular, en abril se observó una reducción sustancial de la inflación estimada para

14 La inflación esperada para los siguientes doce meses fue de 4.15% en junio, lo que implicó una disminución de 0.3 puntos porcentuales con respecto al pronóstico obtenido en marzo. Al cierre del trimestre, la inflación esperada para 2003 se ubicó en 3.79%, lo que representó un aumento de 0.01 puntos porcentuales desde marzo. Este último pronóstico se ha mantenido prácticamente constante desde febrero del presente año.

los siguientes 12 meses. De ello se deduce que para abril de 2003 ya se habrán absorbido en su totalidad los efectos causados sobre la inflación anual por los aumentos de una sólo vez de los precios administrados y concertados. (Ver gráfica 19)

Cabe notar que la revisión al alza de las expectativas de inflación para 2002 no parece haber obedecido a la depreciación del tipo de cambio ocurrida durante el segundo trimestre. Ello, debido a que hasta el momento no se tiene evidencia de que ese movimiento se haya traducido en presiones inflacionarias. En particular, la inflación subyacente de las mercancías ha permanecido en una sostenida tendencia descendente a pesar del incremento en la paridad.¹⁵ Asimismo, las expectativas relativas a la inflación subyacente y para los siguientes 12 meses han sido revisadas a la baja.

Si bien en las últimas décadas se ha observado en México una correlación alta entre las depreciaciones cambiarias y la inflación, las características de la economía han cambiado de manera importante. Así, algunas de las particularidades actuales apuntan a que podría existir una transmisión menos intensa de los movimientos cambiarios a los precios. Destacan entre las aludidas características las siguientes: un régimen de tipo de cambio flexible, una inflación más baja y una volatilidad menos pronunciada de la economía mexicana. Por tanto, resulta conveniente examinar los episodios más recientes de depreciación cambiaria y las repercusiones que han tenido sobre la inflación. Por ejemplo, entre la octava y la decimonovena quincena de 1998 se observó una transmisión rápida de la depreciación del tipo de cambio a la inflación. Como se recordará, en ese lapso la paridad se depreció 20.5 por ciento y la inflación anual subyacente de las mercancías aumentó de 14.6 a 17.5 por ciento. En esa ocasión, la transmisión ya fue sustancialmente menor que la registrada en el pasado. Además, cabe recordar la incertidumbre sobre el marco macroeconómico que se presentó en esas fechas como consecuencia del contagio de la crisis rusa y de la caída del precio del petróleo. Por otra parte, en el período de depreciación ocurrido durante el segundo trimestre de 2000 el comportamiento resultó notablemente distinto. En las seis quincenas previas a las elecciones federales que se celebraron el 2 de julio de ese año, el tipo de cambio se depreció 7.2 por ciento, sin que ello afectase el ritmo al que descendía la infla-

ción anual subyacente de las mercancías. Esta última pasó de 10.5 a 8.4 por ciento. Por último, en el episodio más reciente, que tuvo lugar durante el segundo trimestre de 2002, el tipo de cambio se depreció 8.5 por ciento entre la séptima y la doceava quincena del año, sin que ello haya mitigado la velocidad de la desinflación en el sector de las mercancías (Ver gráfica 20).

Al compararse las variaciones quincenales del subíndice de precios subyacente de las mercancías a lo largo del segundo trimestre de 2002 con las registradas en el mismo período de los dos años previos, cuando el tipo de cambio mostró un comportamiento estable, se aprecia que en la etapa más reciente éstas resultaron inferiores a las de los años anteriores (Gráfica 21). Incluso, durante tres quincenas de 2002 dicha variación fue negativa. (Ver gráfica 21)

El debilitamiento de la transmisión de las variaciones del tipo de cambio a los precios que parece haberse materializado en los últimos años puede obedecer a varios factores. Entre ellos destacan los siguientes:

- (a) Bajo el régimen actual de libre flotación, el tipo de cambio experimenta movimientos en ambas direcciones. Por ello, los agentes económicos son ahora más cautos para modificar sus precios y no reaccionan de manera automática frente a variaciones de la paridad;
- (b) La debilidad que ha mostrado la demanda agregada no conforma un entorno propicio para trasladar al consumidor, vía la elevación de los precios, los movimientos del tipo de cambio. Por tanto, los comerciantes parecen haber enfrentado esta coyuntura a través de márgenes de utilidad más estrechos;
- (c) Muchos contratos y precios se habían estipulado tomando en cuenta una mayor depreciación que la observada en 2001 y en lo transcurrido del presente año. Por ello, al parecer dicha depreciación ya se encontraba incorporada en un número elevado de precios en la economía.
- (d) El alza de las tasas de interés que tuvo lugar durante el periodo en paralelo con la depreciación del tipo de cambio; y
- (e) La experiencia de países con un nivel bajo de inflación y un grado similar de apertura comercial al de México -como Nueva Zelanda, Australia y Canadá- sugiere que con la estabilización la transmisión de los movimientos del tipo de cambio a precios se torna más lenta y de baja intensidad.

¹⁵ La inflación subyacente para 2002 esperada al cierre del trimestre se situó en 4.2%.

Ello es atribuible en gran medida a la mayor credibilidad que ha ganado la política monetaria en cuanto al cumplimiento de las metas de inflación. Lo sucedido en Chile y Brasil también confirma lo anterior. El esquema de objetivos de inflación, aunado a la firme determinación por parte de la autoridad monetaria en cuanto a aplicar las acciones correctivas necesarias para abatir la inflación, se ha convertido en la nueva ancla nominal de estas economías.

El hecho de que la depreciación cambiaria no haya afectado la evolución de la inflación no permite descartar la posibilidad de que ello todavía pudiera ocurrir. Por tanto, es importante continuar vigilando el comportamiento de los precios, ya que aún no ha transcurrido un periodo lo suficientemente largo como para garantizar que el fenómeno no se materializará. Además, las razones que explican la menor fuerza de la transmisión de las variaciones cambiarias a los precios, también sugieren que esta influencia pudiera aparecer con demora.

Durante el trimestre reportado la evolución de las tasas de interés internas (nominales y reales) fue muy similar a la de las externas, salvo en las fechas cercanas a la modificación del "corto" en las cuales se registró una disminución transitoria de los rendimientos de los activos denominados en pesos (Ver gráfica 22).¹⁶

A partir del primero de mayo, las tasas de interés que enfrentan los agentes mexicanos en el exterior mostraron una tendencia al alza. Ello obedeció al incremento en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales y al cambio de las expectativas respecto al crecimiento futuro de la economía de México, tema que se comenta en la sección anterior.

Estos hechos y la depreciación del dólar estadounidense respecto al euro y al yen también ayudan a explicar la depreciación del peso frente al dólar que tuvo lugar durante el periodo. Es relevante resaltar que el libre ajuste de las tasas de interés que permite el "corto", hace que el acomodo de los precios de los activos nacionales debido a una menor demanda se distribuya entre las tasas de interés y el ti-

¹⁶ El rendimiento nominal promedio de los Cetes a 28 días bajó 31 puntos base entre las cinco jornadas de mercado anteriores y posteriores a la disminución del "corto". La reducción correspondiente de la tasa de interés nominal de los Cetes a 91 días fue de 44 puntos base. En contraste, el rendimiento del bono UMS26 sólo bajó 2 puntos base en el mismo periodo.

po de cambio. En consecuencia, la depreciación y la volatilidad del tipo de cambio observadas han sido menores quizá que las que se habrían presentado en un entorno de tasas de interés fijas o en otro en el cual éstas respondieran de forma más lenta: (Ver gráfica 22)

En síntesis, durante el segundo trimestre se observó que el incremento preventivo aplicado al "corto" en febrero evitó que el aumento no anticipado de los precios de los bienes administrados por el sector público causara presiones inflacionarias adicionales. Posteriormente, otros elementos como la expectativa de un descenso adicional de la inflación subyacente llevaron a que en abril se decidiese la disminución del "corto". Sin embargo, en el periodo posterior ocurrieron diversos eventos externos de signo desfavorable. Estos se tradujeron en una depreciación del tipo de cambio así como en tasas de interés más elevadas. Al momento de publicar el presente Informe no se tenía evidencia de que el ajuste cambiario se hubiera manifestado en presiones sobre los precios que obstaculizaran el cumplimiento del objetivo de inflación. Como quiera, el Banco de México se mantendrá atento a la manifestación de dichas presiones, para contrarrestarlas en su caso.

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

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

El crecimiento a tasa anual del saldo de la base monetaria durante el segundo trimestre de 2002 resultó de 15.3 por ciento en promedio, superior al observado en el trimestre precedente (14 por ciento). Esta variación también fue mayor que el pronóstico publicado en el Programa Monetario, registrándose durante el trimestre una desviación de 3.4 por ciento en promedio y de 5.3 por ciento a su cierre.

La evolución de la base monetaria en el período se explica por un crecimiento económico mayor que el previsto y por tasas de interés más bajas. Esto último implicó una reducción del costo de oportunidad de mantener saldos líquidos (Gráfica 23). Sin embargo, otro factor que pudo haber incrementado la demanda de billetes y monedas es el alza de los costos por retiro de efectivo a través de cajeros automáticos y por la expedición de cheques. Así, en el año se ha podido observar que el referido aumento en costos se ha reflejado en un monto mayor de retiro promedio de los cajeros automáticos, a la vez que ha disminuido el número de transacciones (Ver gráfica 23 y 24).

En el primer semestre de 2002 los activos internacionales netos del Banco de México aumentaron 773 millones de dólares. Al respecto, es pertinente recordar que el Banco Central tiene como fuente principal de divisas a PEMEX y como demandante de éstas al Gobierno Federal. Así, durante el primer semestre de 2002 el Gobierno Federal compró divisas por 3,860 millones de dólares, mientras que PEMEX vendió dólares al Banco de México por un monto similar (3,684 millones de dólares).

Durante el primer semestre de 2002 el crédito interno neto disminuyó 21.3 miles de millones de pesos. Ello se explica principalmente por la caída estacional que experimenta la base monetaria y, en menor medida, por la acumulación de activos internacionales netos. El crédito interno neto del Banco de México se calcula restando de la base monetaria el saldo de los activos internacionales netos. Este agregado crediticio es una medida de la posición financiera del Banco Central frente al mercado interno. (Ver cuadro 11)

III.2.2. Agregados Monetarios

El saldo promedio del medio circulante creció 17.5 por ciento en términos reales en el segundo trimestre (13.3 por ciento en sus componentes en moneda nacional).¹⁷ El incremento de la demanda de medios de pago se relaciona con la baja de las tasas de interés (costo de oportunidad de mantener saldos líquidos) y con la recuperación de la actividad económica. Sobre el primer factor es pertinente señalar que no sólo ha tenido lugar una importante reducción absoluta de las tasas de interés de los instrumentos financieros, sino que también se ha estrechado el diferencial del rendimiento que reciben la captación a plazo y las cuentas de cheques. En general, lo anterior se ha reflejado en una mayor participación de la captación líquida (cuentas de cheques y nómina) dentro de la captación bancaria total. Finalmente, de un análisis de las series de tendencia se desprende que la tasa de variación mensual del medio circulante ha estado disminuyendo desde noviembre de 2001 (Ver gráfica 25).

El agregado monetario amplio (M4) se expandió a una tasa real anual de 9.3 por ciento en promedio durante el se-

¹⁷ La tasa de variación anual del medio circulante sin el efecto de los depósitos líquidos en moneda extranjera relacionados con la compra de Banamex por Citigroup fue de 12.9 por ciento en términos reales (promedio del segundo trimestre). A su vez, las cuentas de cheques en moneda extranjera sin dicho efecto crecieron a una tasa real anual de 7.1 por ciento

gundo trimestre de 2002. De enero a junio el ahorro financiero total se incrementó en 112.9 miles de millones de pesos, de los cuales 57.3 miles de millones provinieron del SAR (Siefos, fondos de vivienda y otros fondos de retiro). De hecho, excluyendo este último concepto la variación real anual de M4 en el segundo trimestre disminuye a 6.5 por ciento (Ver cuadro 12).

La estructura del ahorro financiero se ha modificado sustancialmente en los últimos años. En particular, el peso relativo de la captación bancaria ha disminuido de forma importante (Gráfica 26). Así, en el segundo trimestre de 2002 este rubro experimentó en promedio una variación real anual negativa de 6.1 por ciento. El cambio de la estructura de M4 ha tenido como contrapartida un menor financiamiento al sector privado a través de la banca y una expansión del financiamiento a través de valores del sector público. A junio, éstos últimos absorbieron el 38 por ciento del saldo del ahorro financiero interno. (Ver gráfica 26)

La caída de la captación bancaria no implica que la banca no sea el principal intermediario del ahorro interno. Esto se aprecia al añadir a la captación tradicional las ventas de títulos en reporto por parte de la banca comercial y la captación de las sociedades de inversión de deuda asociadas a los grupos financieros (Ver gráfica 27).

III.2.3. Financiamiento al Sector Privado

La información disponible a junio de 2002 indica que a pesar de que el crédito directo otorgado por la banca comercial al sector privado continúa deprimido, en el segundo trimestre éste mostró una recuperación con relación al primero. Lo anterior es atribuible al incremento del crédito vigente¹⁸, cuyo saldo a dicho mes resultó superior en 22.3 mil millones de pesos al observado al cierre de marzo (Ver gráfica 28).

La evolución del crédito vigente al sector privado se debió en gran medida a la expansión del crédito al consumo, cuyo saldo registró en junio una variación real anual de 32.9 por ciento. Las tarjetas de crédito representaron en mayo el 58.8 por ciento del saldo de dicho crédito y constituyen el rubro más vigoroso del crédito bancario (Gráfica 29a). Si bien el crédito bancario canalizado a la compra de bienes

¹⁸ El concepto de crédito vigente utilizado en la presente sección excluye la cartera asociada a los programas de apoyo a deudores y de saneamiento bancario (pagarés IPAB?FOBAPROA y los Cetes-Udis).

duraderos ha aumentado, el otorgado por las Sofoles Automotrices ha sido el de mayor expansión (crecimiento superior a 30 por ciento en términos reales) y excede al primero en aproximadamente 40 por ciento (Gráfica 29a).

En cuanto al saldo del financiamiento a la vivienda, el concedido por las Sofoles hipotecarias sumó 46.7 miles de millones de pesos a mayo (crecimiento real anual de 34.3 por ciento). Por otra parte, no obstante que en fechas recientes se han ofrecido nuevos esquemas de crédito bancario para la vivienda, este rubro continúa deprimido, registrándose a junio una contracción del crédito vigente de 3.7 por ciento a tasa real anual (Gráfica 29b). (Ver gráfica 29)

Respecto al financiamiento a empresas y personas físicas con actividad empresarial, destaca el flujo de recursos intermediado por canales distintos al financiamiento bancario. En particular, en junio el saldo de valores privados¹⁹ colocados a través de la Bolsa Mexicana de Valores resultó de 150.7 miles de millones de pesos, monto 20.5 por ciento superior en términos reales al observado en el mismo lapso del año previo. El saldo de este tipo de financiamiento destaca por su vigor y representa el 56.2 por ciento del crédito vigente otorgado por la banca a empresas. Este último reportó en junio una contracción real a tasa anual de 4.3 por ciento (Gráfica 30a).

Uno de los factores que explica el crecimiento del financiamiento a través de valores privados es la importante disminución de las tasas de interés de éstos títulos. En particular destaca que las tasas de interés del papel comercial (títulos que en promedio tienen un plazo de colocación de 47 días) y la de los certificados bursátiles (instrumentos de reciente creación que en promedio tienen un plazo de colocación de 1,710 días) se ubicaron por debajo de 11 por ciento durante el primer semestre (Gráfica 30b). Finalmente, es relevante señalar que el certificado bursátil, por ser un instrumento muy versátil, ha sido preferido por las empresas, habiéndose emitido un total de 20.7 miles de millones de pesos en el lapso referido. (Ver gráfica 30)

Las tasas de interés activas por los distintos créditos que ofrece la banca permanecieron prácticamente constantes durante los dos primeros trimestres del presente año y todavía reflejaron diferenciales amplios con respecto a las pasivas (Ver cuadro 13).

19 Incluye Papel Comercial, Pagaré de Mediano Plazo, Certificados Bursátiles, Certificados de Participación Ordinaria y Obligaciones.

IV. Perspectivas del Sector Privado²⁰

Durante el trimestre abril-junio de 2002, los consultores económicos mantuvieron prácticamente sin cambio sus pronósticos respecto a la evolución en el presente año de las principales variables macroeconómicas.

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

Los analistas financieros del sector privado esperan un entorno externo ligeramente más favorable en comparación con el contemplado en el Informe anterior. Al respecto cabe destacar lo siguiente:

(a) La modificación de los pronósticos del sector privado nacional relativos al crecimiento de la economía de los Estados Unidos en el año 2002, al pasar de 2 por ciento en marzo a 2.6 por ciento en junio. Por otra parte, la estimación promedio de los analistas de los Estados Unidos en relación a la expansión de la economía de ese país en el año se ubicó en 2.8 por ciento²¹. El promedio de los pronósticos de tres corredurías internacionales²² al momento de publicar este Informe también fue de 2.8 por ciento (Cuadro 14). Además, esas instituciones suponen que el crecimiento en el segundo trimestre de 2002 se haya situado en un intervalo de 2 a 3 por ciento. Sin embargo, en respuesta a la información económica publicada en mayo y junio, dicho grupo de bancos de inversión revisó a la baja su expectativa de crecimiento para el segundo trimestre. En consecuencia, el crecimiento esperado para todo el año también disminuyó. Por otra parte, los analistas estadounidenses modificaron al alza su pronóstico de la variación del índice de volumen de la producción industrial en ese país para 2002, de -0.6 por ciento en marzo a 0.3 por ciento en mayo. Sin embargo, esta previsión fue nuevamente corregida a 0.2 por ciento en junio y a 0.1 por ciento en julio; y²³

20 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.

21 Fuente: Consensus Forecasts, 10 de junio de 2002. 22 Goldman Sachs, JP Morgan y Deutsche Bank.

22. Goldman Sachs, JP Morgan Y Deutsche Bank.

23 Consensus Forecasts de marzo, mayo, junio y julio de 2002.

(b) Según los analistas que dan seguimiento a la evolución de la economía mexicana, tanto nacionales como extranjeros, en 2002 el precio promedio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación será de 19.97 dólares por barril.²⁴ (Ver cuadro 14)

Los analistas corrigieron al alza su pronóstico para el nivel del tipo de cambio al cierre de 2002, pasándolo de 9.52 pesos por dólar en marzo a 9.80 pesos en junio. Por otra parte, el precio de los futuros del peso al cierre de 2002 aumentó de 9.37 pesos por dólar en marzo a 10.34 pesos en junio. Finalmente, los especialistas encuestados estiman que el tipo de cambio se ubicará en diciembre de 2003 en 10.18 pesos por dólar (Ver gráfica 31)²⁵

Las predicciones de los analistas sobre el incremento nominal de los salarios contractuales para julio y agosto se ubicaron respectivamente en 5.70 y 5.65 por ciento (Ver gráfica 32).

El pronóstico del sector privado relativo al incremento del PIB real en 2002 se mantuvo casi constante, ya que fue de 1.57 por ciento en marzo y de 1.60 por ciento en junio. La estimación correspondiente al crecimiento anual del PIB en 2003 se ubicó en 3.99 por ciento. A la vez, para el cierre del presente año se anticipan déficit respectivos de la balanza comercial y de la cuenta corriente de 10,444 y 18,979 millones de dólares. La expectativa relativa al flujo anual de IED se revisó a la baja, de 14,151 millones de dólares en marzo a 13,592 millones en junio.

Los indicadores sobre el clima de los negocios, las actividades productivas del sector privado y el nivel de confianza muestran una mejoría significativa respecto de lo reportado en marzo de 2002. Así, 80 por ciento de los analistas consultados expresó que durante el próximo semestre el ambiente de los negocios mejorará, 16.7 por ciento mencionó que se mantendrá sin cambio y sólo un consultor opinó que se deteriorará. Sin embargo, en junio algunos in-

dicadores de confianza experimentaron un deterioro leve (Ver gráfica 33).

En opinión de los analistas consultados, los principales factores que podrían obstaculizar el ritmo de la actividad económica durante los próximos seis meses son los siguientes: la debilidad de los mercados externos y de la economía mundial (22 por ciento de las respuestas); la debilidad del mercado interno y la inestabilidad financiera internacional (13 por ciento cada una de las respuestas); la incertidumbre política interna (10 por ciento); y la disponibilidad de financiamiento interno (8 por ciento).

IV.2. Expectativas sobre la Inflación

Los pronósticos de los analistas respecto a la inflación mensual en julio, agosto y septiembre de 2002 recabados en la encuesta de junio fueron, respectivamente, 0.22, 0.32 y 0.50 por ciento. Dichos pronósticos implican que la inflación anual descenderá de 4.94 por ciento en junio a 4.71 por ciento en septiembre.

La inflación anual esperada para el cierre de 2002 se modificó de 4.58 por ciento en marzo a 4.76 por ciento en junio. Por otra parte, la expectativa relativa a la inflación subyacente para el cierre del presente año disminuyó de 4.47 por ciento en marzo a 4.20 por ciento en junio. La inflación esperada para los siguientes doce meses pasó de 4.44 por ciento en marzo a 4.15 por ciento en junio. Finalmente, la expectativa respecto a la inflación en 2003 casi no varió, pasando de 3.78 por ciento en marzo a 3.79 por ciento en junio (Gráfica 34). La revisión al alza de las expectativas de inflación del INPC para 2002 es reflejo del aumento que registró en el trimestre y no representa una modificación de la tendencia inflacionaria esperada en el mediano plazo. Ello se confirma por el descenso que registraron las expectativas relativas a la inflación subyacente en 2002 y la inflación general para los siguientes doce meses, así como por la estabilidad de la inflación anticipada para el cierre de 2003. (Ver gráfica 34)

V. Objetivo de Inflación de Largo Plazo

Durante los últimos años, la política monetaria del Banco de México ha evolucionado hacia un esquema de objetivos de inflación. La adopción definitiva del enfoque se anunció formalmente en el Programa Monetario para 2001. En este esquema tienen un papel fundamental el anuncio de las metas explícitas de inflación para el mediano y largo plazos y la estrecha comunicación del banco central con la sociedad.

²⁴ Si se toman en cuenta las cotizaciones a futuro del precio internacional del petróleo WTI (1 de julio) y la diferencia con el precio de la mezcla mexicana en esa misma fecha, se estima un precio promedio de dicha mezcla de 20.73 dólares por barril para 2002.

²⁵ El futuro del tipo de cambio para diciembre de 2003 cerró en 10.92 pesos por dólar (28 de junio). Sin embargo, para el 19 de julio la cotización del futuro del tipo de cambio para diciembre de 2002 y 2003, fue respectivamente de 9.92 y 10.66 pesos por dólar.

La Junta de Gobierno del Banco de México abriga la convicción de que, toda vez que las acciones de política monetaria inciden con rezago sobre la inflación, una estrategia apropiada para abatirla y procurar un entorno de inflación baja y estable debe trascender el horizonte inmediato. Por ello, el componente fundamental de tal estrategia es el establecimiento de objetivos de inflación de mediano y largo plazos que sirvan de orientación a las acciones de política monetaria y, al mismo tiempo, proporcionen a la sociedad los parámetros necesarios para comprender y evaluar dichas acciones. Asimismo, la existencia de metas de inflación para el mediano y largo plazos brinda a la sociedad una guía sobre la evolución futura de las variables nominales, lo cual facilita las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos, así como la determinación de los precios y salarios.

Por otra parte, la adopción de metas de inflación de mediano y largo plazos y el compromiso de cumplirlas por parte del Banco de México, contribuyen a que los agentes económicos cuenten con una referencia para fundamentar sus expectativas sobre la trayectoria futura de la inflación y, en consecuencia, a que los ajustes de precios y salarios sean compatibles con esas metas. Esto permite conseguir los objetivos planteados con el menor costo posible para la sociedad, al igual que evitar la contaminación de las expectativas inflacionarias cuando una perturbación transitoria provoca que se acelere el ritmo de aumento de los precios.

Las metas de inflación proporcionan al sistema un ancla nominal. La existencia de esta ancla permite que cuando tengan lugar desviaciones temporales, la inflación retome en el plazo más breve posible una trayectoria congruente con el cumplimiento de las metas. Para propiciar que ello ocurra están las acciones de política monetaria del banco central y la firmeza de su intención de cumplir los objetivos.

Con base en las consideraciones anteriores, en enero de 1999 la Junta de Gobierno del Banco de México propuso como meta de inflación de mediano plazo, la convergencia de la misma al cierre de 2003 con la de los principales socios comerciales del país.

Posteriormente, a fin de establecer referencias de corto plazo en esa trayectoria hacia la estabilidad de precios, en septiembre de 1999 el Banco de México acordó como objetivo de política monetaria para el año 2000 una inflación anual del INPC que no excediera de 10 por ciento. Asimismo, en octubre de 2000 el Banco de México fijó como meta para 2001 una inflación anual no superior a 6.5 por cien-

to y anunció que para diciembre de 2003 se procuraría mantener la tasa de incremento anual del INPC en un nivel de 3 por ciento. A la vez, también se informó que la meta de inflación para 2002 debería encontrarse en alrededor de 4.5 por ciento. Más recientemente, en el Programa Monetario para 2002 el Banco de México ratificó su compromiso de alcanzar al cierre del presente año una inflación del INPC que no exceda de 4.5 por ciento y una de aproximadamente 3 por ciento en diciembre de 2003.

En este capítulo se establece formalmente la meta de inflación para el año 2003 y se define el objetivo de inflación que guiará las acciones de política monetaria en los años subsiguientes, es decir, el objetivo de inflación de largo plazo.

El elemento fundamental para lograr la credibilidad pública en las metas de inflación que adoptan los bancos centrales es su cumplimiento, así como una explicación clara y oportuna de las causas de las desviaciones temporales que pudieran presentarse en algunos periodos. Esta práctica permite que las metas de inflación se conviertan en un instrumento eficaz para conseguir los beneficios mencionados. Por ello, los resultados obtenidos en los últimos años por el Banco de México, en los que se lograron los objetivos de inflación, han sido esenciales para cimentar la credibilidad del público en el nuevo esquema (Ver gráfica 35).

Habiéndose alcanzado en los tres años más recientes las metas de inflación, la Junta de Gobierno del Banco de México considera pertinente especificar formalmente el objetivo de inflación para diciembre de 2003 y para el largo plazo.

Con base en un análisis cuidadoso, la Junta de Gobierno ha acordado que la política monetaria se conducirá con el fin de alcanzar en diciembre de 2003 una inflación anual del INPC de 3 por ciento y de mantenerla permanentemente alrededor de ese nivel.

Obviamente, aunque la política monetaria se aplique con la finalidad de llegar a los objetivos planteados, su cumplimiento está sujeto a un cierto grado de incertidumbre. Lo anterior debido a las múltiples perturbaciones a las que están expuestos la economía y el proceso de formación de precios, y a que la relación entre las acciones de la política monetaria y los resultados en el ámbito de la inflación es imprecisa. Por lo anterior, la Junta de Gobierno ha decidido que alrededor del objetivo de inflación para diciembre de 2003 y para el largo plazo se establezca un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual. Este intervalo fue determinado con base en la experiencia. Es decir,

en los periodos de estabilidad la volatilidad de la inflación del INPC ha sido de ese orden de magnitud.

Como es evidente, los objetivos de inflación para el cierre del próximo año y para el largo plazo son coincidentes. Por ello, se reitera que el objetivo de inflación para diciembre de 2003 y el correspondiente a los años subsecuentes se establece formalmente como una inflación anual del INPC de 3 por ciento, con un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual.

A continuación se explican los principales elementos que han sido tomados en consideración por la Junta de Gobierno para decidir sobre los siguientes tres puntos importantes: i) la elección del índice de precios respecto al cual se ha determinado el objetivo de inflación de largo plazo; ii) el nivel de dicho objetivo; y iii) el intervalo de variabilidad.

V.1. Determinación del Índice Respecto al cual se Establece el Objetivo de Inflación de Largo Plazo

La Junta de Gobierno acordó definir el objetivo de inflación de largo plazo en términos del INPC. Las razones que fundamentaron dicha decisión fueron las siguientes:

(a) El INPC es el indicador del nivel general de precios mejor conocido y más utilizado por el público para medir el costo de la vida de los hogares mexicanos;

(b) El uso reiterado de la inflación del INPC como referencia en infinidad de contratos y negociaciones está profundamente enraizado en la sociedad mexicana; y

(c) El INPC se da a conocer oportunamente en intervalos regulares. Además, el índice no está sujeto a revisiones y constituye el mejor estimador que existe en México del nivel general de precios y, por tanto, del poder de compra de la moneda nacional. Esto es así en razón de que se trata del índice más representativo del costo de la canasta de consumo promedio de los residentes urbanos del país.

Una alternativa que ha sido utilizada por algunos países que tienen un régimen de metas de inflación, es la de definir el objetivo en términos de la inflación subyacente. Si bien este índice refleja de manera más apropiada la tendencia inflacionaria de mediano plazo, su cobertura es más reducida y no es el más adecuado estimador del poder de compra de la moneda nacional. Por ello, no se consideró que dicho índice representara la mejor opción. De cualquier manera, continuará siendo un indicador fundamental

de las presiones inflacionarias de mediano plazo y, por tanto, muy útil para la conducción de la política monetaria.

V.2. Determinación del Nivel del Objetivo de Inflación de Largo Plazo

Los principales elementos analizados por la Junta de Gobierno del Banco de México para determinar el nivel de 3 por ciento para el objetivo de inflación de largo plazo se explican a continuación:

(a) Diversos estudios indican que debido a los sesgos que existen en la medición de los índices de precios, éstos tienden a sobrestimar la inflación.²⁶ Dichos sesgos tienen su causa en los siguientes factores: i) los índices de precios no reflejan las mejoras en la calidad de los productos que salen al mercado, ni la continua introducción de nuevos bienes y servicios a lo largo del tiempo; ii) las ponderaciones utilizadas para calcular los índices de precios se mantienen constantes por periodos largos y dichos índices no capturan el hecho de que las familias modifican sus patrones de consumo en respuesta a los cambios que experimentan los precios relativos de los bienes y servicios que adquieren; iii) los índices de precios no toman en consideración que los consumidores alteran sus patrones de compras en favor de aquellos establecimientos que ofrecen los precios más bajos; y iv) la utilización de una media aritmética, en lugar de una media geométrica, para calcular el incremento promedio de los precios de los bienes específicos que conforman las categorías genéricas consideradas en las encuestas de precios da lugar a que se sobrestimen ligeramente sus aumentos.²⁷ Por las razones anteriores, la adopción de un ob-

²⁶ Al respecto véanse, para los Estados Unidos: Boskin, M., E. Dulberger, R. Gordon, Z. Griliches y D. Jorgenson (1996), "Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living. Final Report to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission to Study the Consumer Price Index", Social Security Administration Reports and Studies; y para España: Ruiz-Castillo, J., E. Ley y M. Izquierdo (1999), "La Medición de la Inflación en España", Colección Estudios e Informes, núm. 17, Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona.

²⁷ A este respecto, cabe señalar que una de las mejoras introducidas con el cambio de base del INPC consiste en la utilización de la media geométrica para obtener el incremento promedio de los precios de los productos genéricos integrados por productos específicos en el subíndice de alimentos. Véase la Guía Sobre el Índice Nacional del Precios al Consumidor que se encuentra disponible para consulta en la página de Internet del Banco de México. Una discusión detallada de las distintas opciones para agregar los incrementos de los precios de diferentes bienes se encuentra en: Diewert, E. (1995), "Axiomatic and Economic Approaches to Elementary Price Indexes", Working Paper No. 5104, mayo, National Bureau of Economic Research.

jetivo de inflación de largo plazo demasiado bajo podría llegar a implicar incluso una variación negativa de los precios;

(b) Un objetivo de inflación de 3 por ciento permite que los ajustes de precios relativos requeridos en la economía se puedan llevar a cabo con fluidez, aun en los casos en los que algunos precios y salarios exhibieran rigideces nominales a la baja. Los precios relativos de las economías deben responder a las múltiples perturbaciones que sufren la demanda y la oferta de los distintos bienes y servicios. Para lograr estos cambios se necesita que algunos precios crezcan más que el objetivo y que otros se incrementen en menor magnitud (o incluso caigan). Una meta de inflación demasiado baja implicaría que en algunos mercados deberían registrarse deflaciones. Sin embargo, a veces existen rigideces institucionales que impiden que algunos precios puedan disminuir. En estas circunstancias, el movimiento necesario en los precios relativos no se daría en su totalidad, causando ineficiencias en la utilización de los recursos en la economía;

(c) Debido a que existe un límite natural de cero a la tasa de interés nominal, establecer un objetivo de inflación demasiado reducido podría estrechar el margen de maniobra de la política monetaria en caso de que resultara necesario inducir disminuciones considerables de la tasa de interés real ante la posibilidad de un entorno de deflación;²⁸ y

(d) Finalmente, la experiencia internacional indica que la gran mayoría de los países en desarrollo que han adoptado el esquema de objetivos de inflación ha elegido como metas de largo plazo inflaciones ligeramente superiores a las que se observan en los países desarrollados. En general, las metas de inflación de los países en desarrollo se encuentran en un nivel de alrededor de 3 por ciento (Cuadro 15). Esta decisión probablemente sea un reflejo del hecho de que en los países emergentes los precios relativos muestran una mayor volatilidad. Es posible que ésta se deba a que existe

28 Véase, Fondo Monetario Internacional (2002), "World Economic Outlook", abril, pp 93-95. Si bien es difícil vislumbrar que la economía mexicana pudiera enfrentar dificultades debido a una inflación demasiado baja, es importante recordar que algunos países similares a México han registrado inflaciones extremadamente bajas en períodos de recesión. Tal es el caso de Perú, que en el último trimestre del año pasado y en el primer mes del presente registró variaciones negativas en los precios. De manera análoga, Chile experimentó inflaciones muy cercanas a 2 por ciento a inicios del presente año.

también una variabilidad más acentuada de los términos de intercambio y de la productividad. Asimismo, tal vez tienen un mayor número de precios administrados que en algún momento pudieran ser liberados.²⁹ Por ello, si bien la estrategia de largo plazo del Banco de México se planteó como la convergencia con los niveles inflacionarios de los principales socios comerciales del país, en nuestro caso, al igual que en otros países en desarrollo, resulta prudente contar con un objetivo de inflación de largo plazo ligeramente mayor que el que se ha elegido en las naciones desarrolladas. (Ver cuadro 15)

V.3. Variabilidad Alrededor de los Objetivos de Inflación

En la primera sección se anunció la decisión de la Junta de Gobierno en cuanto a establecer un intervalo de variabilidad alrededor de los objetivos de inflación para diciembre de 2003 y para años subsecuentes de más/menos un punto porcentual. Esta decisión se finca en varias consideraciones:

(a) La política monetaria no ejerce una influencia directa sobre los precios. Su efecto sobre éstos se da a través de varios canales indirectos, que se conocen como mecanismos de transmisión de la política monetaria. De esta manera, cuando un banco central modifica su instrumento de política monetaria incide en primera instancia sobre la evolución de las tasas de interés y de los precios de los activos financieros. Estos movimientos repercuten en el tipo de cambio, las condiciones de crédito y la demanda agregada. Más adelante, todas estas variables finalmente afectan la determinación de los precios y de los salarios en la economía. Como debe quedar claro de la descripción anterior, este proceso está sujeto a rezagos considerables e indeterminación, lo que representa una fuente fundamental de la falta de certeza que caracteriza a la relación entre las acciones de la política monetaria y los precios;³⁰

29 Sobre la adopción del esquema de objetivos de inflación en países emergentes, véanse: Fondo Monetario Internacional (2001), "World Economic Outlook", mayo, pp. 132-133; Schaechter, A., Stone, M. y Zelmer, M. (2000), "Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries", IMF Occasional Paper No. 202, International Monetary Fund; y Mishkin, F. (2002), "Objetivos de Inflación en Economías Emergentes", Gaceta de Economía, Número Especial, marzo, Instituto Tecnológico Autónomo de México.

30 Para una exposición detallada del mecanismo de transmisión de la política monetaria en México, véase el Informe sobre la Inflación: Abril-Junio de 2000, p. 40.

(b) Existen algunos precios en la economía cuya determinación depende en menor medida del mecanismo de transmisión descrito en el inciso anterior. Por tanto, se ven menos influidos por las acciones de la política monetaria (principalmente los precios de los productos agropecuarios y de los bienes cuyos precios son administrados o concertados por el sector público). Además, están sujetos a una alta volatilidad, por lo que tienen cambios imprevisibles; y

(c) Los movimientos no anticipados de los salarios y del tipo de cambio también influyen sobre la inflación y, debido a los rezagos con los que opera el mecanismo de transmisión, la política monetaria sólo está en posibilidad de revertir dichos efectos en un plazo relativamente largo.

Por lo expuesto, aun cuando la política monetaria se oriente continuamente a alcanzar los objetivos de inflación, por lo general puede anticiparse que ocasionalmente tendrán lugar desviaciones temporales. Por ejemplo, a causa de modificaciones no previstas de los precios administrados o de los impuestos indirectos. Sin embargo, en periodos largos la inflación promedio debe resultar similar al objetivo.

Con el fin de comunicar al público de la manera más clara posible sobre la incertidumbre que rodea al cumplimiento de las metas de inflación, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió establecer el mencionado intervalo de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo de 3 por ciento. Se considera que este intervalo resultará suficiente para abarcar en la generalidad de los casos la variabilidad a la que normalmente está expuesta la inflación anual del INPC.

En el ámbito internacional, la incertidumbre inherente asociada al cumplimiento de los objetivos de inflación se manifiesta en el hecho de que muchos bancos centrales que han adoptado el esquema de objetivos de inflación han especificado los de largo plazo en términos de un intervalo alrededor de los mismos (Cuadro 15).

Es muy importante reiterar que el referido espacio alrededor del objetivo de inflación de largo plazo no constituye un margen de indiferencia o de tolerancia para la autoridad monetaria. Se trata exclusivamente de representar en forma explícita la inexactitud que inexorablemente rodea al cumplimiento puntual del objetivo, debida a las múltiples perturbaciones a las que se encuentra expuesta la inflación del INPC. En otras palabras, los agentes económicos deben entender que las acciones de política monetaria del Banco de México estarán siempre encaminadas a lograr el objetivo

de inflación de 3 por ciento. Sin embargo, debido a la volatilidad a la que está sujeta la inflación del INPC, en el corto plazo inevitablemente se registrarán desviaciones transitorias. Por lo general, puede suponerse que éstas se encontrarán dentro del intervalo de más/menos un punto porcentual.

El intervalo descrito se determinó de acuerdo con la experiencia histórica de la irregularidad tanto de la inflación del índice subyacente como la de los subíndices del INPC no incluidos en el índice subyacente. Sin embargo, debe señalarse que hay ocasiones en las que la inflación de los subíndices no subyacentes experimenta movimientos anormales que causan variaciones importantes en la del INPC. En algunos casos, estos ajustes atípicos podrían provocar que se registraran temporalmente niveles de inflación incluso fuera del intervalo de variabilidad.

A este respecto, cabe recordar que durante 1998 los precios de las frutas y de las verduras mostraron incrementos inusuales como consecuencia del fenómeno climático denominado El Niño. Estos ajustes dieron lugar a que en ese año la inflación anual de los precios agropecuarios fuera de 24.3 por ciento, es decir 6.6 puntos porcentuales mayor que la del índice subyacente. Ello contribuyó con 0.9 puntos porcentuales a que la inflación del INPC resultara más elevada que la subyacente. Asimismo, debe señalarse que en 2001 la evolución de los precios agropecuarios contribuyó con 0.5 puntos porcentuales a que se registrara una diferencia entre la inflación del INPC y la subyacente de 0.7 puntos porcentuales (Ver gráfica 36).

La evaluación relativa al cumplimiento del objetivo de inflación de largo plazo que se ha adoptado se llevaría a cabo frecuentemente y no en un sólo mes del año (diciembre), como se ha venido haciendo hasta la fecha. Esto significa que, dado el intervalo de variabilidad, la política del Banco de México se conducirá con el fin de mantener a la inflación del INPC en un nivel de 3 por ciento, y que la rendición de cuentas del Banco Central frente a la sociedad se realizará de manera periódica.

En cada trimestre el Banco de México seguirá informando al público de manera detallada sobre la trayectoria de la inflación y las desviaciones que experimente respecto del objetivo de largo plazo. Asimismo, cuando tengan lugar desviaciones mayores que el intervalo, la autoridad monetaria procurará explicar de manera clara y precisa las causas. En algunas ocasiones estos movimientos responderán a fenómenos transitorios, como un aumento de los precios de los

productos agropecuarios. Por tanto, no se requerirá de una acción de política monetaria para que la inflación regrese al objetivo. En otros casos, la desviación podría responder a causas más permanentes. En esas circunstancias, el Banco de México también informaría sobre las acciones de política monetaria instrumentadas para que la inflación regrese al objetivo. Además, estimará, en la medida de lo posible, tanto el impacto de éstas como el plazo en el que, a su juicio, la inflación retomará la trayectoria originalmente prevista. Con ello el flujo de información se dará periódicamente y no solamente al cierre de cada año. Esta última práctica significará un avance importante en cuanto a la rendición de cuentas que hace el Banco Central frente a la sociedad y a la transparencia con la que opera la política monetaria.

El hecho de que el Banco de México establezca un objetivo de inflación de largo plazo, cuyo cumplimiento se evaluará de manera periódica a partir de diciembre de 2003, reviste las siguientes ventajas:

- (a) Fortalecerá el compromiso del Banco de México con la estabilidad del nivel general de precios;
- (b) Ofrecerá a la sociedad una guía útil respecto a la evolución futura de la inflación; y
- (c) Contribuirá a que los ajustes de los precios y de los salarios se distribuyan de manera más uniforme a lo largo del año.

En el caso de que ocurrieran perturbaciones que alejaran a la inflación del intervalo de variabilidad, si la autoridad monetaria quisiera cumplir en el corto plazo con éste, tendría que inducir un movimiento en sentido contrario en el resto de los precios de la economía, de magnitud tal que compensara totalmente los impactos inflacionarios de dichas perturbaciones. Sin embargo, debido a la inflexibilidad a la baja que exhibe la mayoría de los precios, este ajuste sería imposible de realizar sin que sus costos resultaran demasiado onerosos.

Por lo anterior, ante un escenario como el descrito, el Banco de México, siguiendo la práctica de la mayoría de los bancos centrales del mundo, no compensaría totalmente el impacto inflacionario directo de las perturbaciones, lo cual significaría una desviación temporal de la inflación respecto de su objetivo. Como se mencionó, en algunas ocasiones las perturbaciones de la inflación tendrían carácter transitorio y no se requeriría modificar la postura de la política

monetaria para que el crecimiento de los precios regresara a la meta. Sin embargo, ante perturbaciones de carácter permanente, el Banco de México tendría que restringir la política monetaria en el grado necesario para evitar la generación de efectos secundarios sobre la propia inflación y sobre las expectativas inflacionarias. Ello, con el fin de que las perturbaciones aludidas no tuvieran efectos de mediano plazo sobre la inflación y ésta regresara lo más pronto posible al intervalo.

En estas circunstancias, el objetivo de inflación de largo plazo adquiere la función de ancla nominal del sistema. Esto se debe a que la autoridad monetaria reconoce por un lado que la meta no podrá cumplirse en el corto plazo, pero al mismo tiempo decide aplicar las medidas necesarias para evitar efectos secundarios sobre la inflación y la contención de las expectativas inflacionarias. La finalidad de dicho proceder será asegurar que la inflación retome una trayectoria compatible con el cumplimiento de la meta.

Una situación de corte similar podría llegar a presentarse en caso de que el tipo de cambio real experimentara un ajuste importante. En el pasado, en México la propagación de los efectos inflacionarios causados por las depreciaciones del tipo de cambio real sobre los precios, los salarios y las expectativas de inflación fue aún más extendida que la correspondiente a las alzas de los precios agropecuarios y de los administrados y concertados. Esto se debía a que las variaciones del tipo de cambio se transmitían en un alto grado y muy rápidamente a los precios y a las expectativas de mediano plazo. Por ello, en episodios anteriores los ajustes cambiarios requirieron de acciones muy drásticas de restricción monetaria. Sin embargo, hay que señalar que a diferencia de las modificaciones de los precios administrados y concertados, la depreciación del tipo de cambio real no se transmite directamente al índice de precios, ya que los distribuidores de los bienes y servicios finales tendrán que decidir si trasladan al consumidor el aumento de los costos de los bienes comerciables. La experiencia en los países que han adoptado el esquema de objetivos de inflación y han conseguido estabilizar el nivel de los precios, indica que con ese régimen la transmisión de los movimientos cambiarios a los precios puede debilitarse considerablemente. Por tanto, es de esperarse que cuando la inflación en México se estabilice en un nivel alrededor de 3 por ciento, dichos movimientos cambiarios no presentarán efectos significativos sobre la inflación. Asimismo, como se apunta en este Informe, en el reciente episodio de depreciación cambiaria este fenómeno no se ha observado.

Cabe señalar la posibilidad de que algunas de las perturbaciones mencionadas pudiesen llegar a presentarse de manera simultánea y sus repercusiones combinarse para producir un impacto de mayor magnitud sobre la inflación. Ese fue el caso en 1998 cuando coincidieron una depreciación del tipo de cambio real, un aumento del precio de la gasolina y del diesel y la elevación de los precios agropecuarios. En un episodio semejante, la incidencia conjunta de las perturbaciones podría generar una desviación de la inflación respecto del objetivo muy superior al intervalo de variabilidad. Debido a ello, las acciones de la política monetaria requeridas para contrarrestar la propagación de las influencias inflacionarias y el deterioro de las expectativas de inflación tendrían que ser aún más enérgicas.

Si bien el objetivo de largo plazo se ha especificado adoptando como referencia a la inflación del INPC y las acciones del Banco Central estarán encaminadas a lograr su cumplimiento, de cualquier manera el Banco de México continuará tomando en consideración la evolución del índice subyacente para fines de la formulación de la política monetaria. Esto se debe a que en el corto plazo la inflación del INPC se ve afectada por las perturbaciones transitorias que sufren sus componentes más volátiles. Ello da lugar a que la inflación subyacente sea un mejor indicador de la tendencia de la inflación y de su posible trayectoria futura.

Por lo anterior, el Banco de México hará permanentemente un seguimiento cuidadoso de la evolución de la inflación subyacente y ésta se conservará como un elemento importante para las decisiones de política monetaria.³¹

En opinión de la Junta de Gobierno, el objetivo de largo plazo de 3 por ciento para la inflación anual del INPC y el intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual a su alrededor, representan adecuadamente el concepto de estabilidad del nivel general de precios, cuya procuración por parte del Banco de México está establecida por mandato constitucional.

En los años por venir, acorde con la práctica vigente, el Banco de México comunicará al público de manera detallada y oportuna a través de los Informes sobre la Inflación los factores que han influido sobre la evolución de la infla-

ción, así como las causas de las diferencias transitorias que se lleguen a producir respecto al objetivo.

Asimismo, en caso de que se tenga evidencia de desviaciones significativas, en cualquier dirección, de la inflación anual del INPC con respecto al objetivo de 3 por ciento, el Banco de México procurará explicar minuciosamente al público las causas de las mismas, sus consideraciones sobre la evolución de la inflación y las acciones de política monetaria que se están realizando para restablecer una trayectoria de la inflación congruente con el objetivo de largo plazo.

VI. Balance de Riesgos y Conclusiones

Durante el segundo trimestre de 2002 la marcha de la economía mexicana se vio principalmente influida por los siguientes factores:

- (a) Incremento del PIB real de los Estados Unidos, aunque a un ritmo menor que el anticipado al inicio del trimestre. Asimismo, en las últimas semanas se conformó un balance de riesgos que sugiere una expansión más lenta en la segunda mitad del año que la supuesta en el escenario central;
- (b) Depreciación real del dólar respecto al euro y al yen;
- (c) Repunte ligero de la demanda interna; y
- (d) Volatilidad de los mercados internacionales de capital, lo cual dio lugar a una reducción de los flujos de inversión de cartera hacia México y a un deterioro de la percepción del riesgo país en América Latina.

En el trimestre de referencia continuó la recuperación sincronizada del sector industrial de México con el de los Estados Unidos. Así, se estima que el crecimiento trimestral anualizado de la actividad industrial (con series desestacionalizadas) haya sido de 4.5 en los Estados Unidos y de 4.3 en México. Dicha sincronización ha estado también asociada a un incremento importante de las exportaciones manufactureras de México (datos desestacionalizados) y a una moderación de la caída a tasa anual que venían registrando las exportaciones en los últimos meses. Asimismo, tal recuperación ya se manifestó en una incipiente creación de empleos en el sector industrial de México.

En cuanto a la demanda interna, la información disponible sugiere que en el segundo trimestre el consumo y la inver-

31 La metodología utilizada para el cálculo de la inflación subyacente y su utilidad para la toma de decisiones de política monetaria se explican con detalle en el Informe sobre la Inflación: Enero - Marzo 2000, pp. 53-59; y en el Informe sobre la Inflación: Enero - Marzo 2001, p. 31.

sión registraron variaciones positivas, tanto en las series trimestrales desestacionalizadas como en las tasas anuales.

Con base en los resultados anteriores, se estima que en el segundo trimestre la economía nacional haya crecido a una tasa anual de alrededor de 1.8 por ciento. Lo señalado implicaría también un incremento trimestral de la serie desestacionalizada. La expansión del PIB real habría estado impulsada tanto por una evolución favorable de las cuentas externas como por el incipiente repunte del consumo y de la inversión. Finalmente, es probable que en el segundo trimestre la contribución al crecimiento económico de la acumulación de inventarios haya resultado menor que en el primero.

Durante el segundo trimestre los principales mercados financieros nacionales experimentaron movimientos de importancia. En particular destaca lo siguiente:

(a) El riesgo país, medido por el diferencial de rendimiento entre el índice EMBI+ y un título de largo plazo del gobierno de los Estados Unidos, aumentó 72 puntos base;

(b) La tasa de interés de "fondeo" mostró un incremento de 81 puntos base;

(c) El tipo de cambio se depreció 10.6 por ciento; y

(d) El Índice de Precios y Cotizaciones de la bolsa de valores se ajustó a la baja en 12.2 por ciento.

Los resultados anteriores estuvieron asociados principalmente a factores externos, entre los cuales sobresalen:

(a) El aumento que ha tenido lugar en el grado de aversión al riesgo por parte de los inversionistas, asociado a la percepción de que la recuperación de la economía mundial es aún frágil, a la incierta situación geopolítica, a los escándalos contables que se han suscitado en los países desarrollados y a las crisis y problemas financieros de algunos mercados emergentes; y

(b) La depreciación del dólar frente a las principales divisas y la posibilidad de que en el futuro se presenten dificultades para financiar el déficit de la cuenta corriente de los Estados Unidos.

Sin embargo, no debe subestimarse el efecto que sobre las principales variables financieras nacionales pudo haber tenido el pesimismo que prevalece en la actualidad en cuan-

to al avance de las reformas estructurales que están pendientes en México.

La influencia de todo lo anterior sobre la evolución futura de la economía nacional dependerá en alto grado de su duración. En la medida en que perdure la volatilidad de los mercados financieros internacionales, la recuperación de la economía internacional será menos vigorosa y más incierta. Como consecuencia, el costo del financiamiento para los proyectos de inversión en México aumentaría, al igual que se agudizaría la incertidumbre sobre su rentabilidad. Por ende, se afectaría adversamente la incipiente recuperación económica, que muy probablemente ya se inició en el segundo trimestre.

Como se señala en varias secciones de este documento, a la fecha no se cuenta con evidencia de que la depreciación del tipo de cambio haya influido sobre la evolución de los precios. En este contexto, la debilidad de la demanda agregada ha coadyuvado significativamente a los avances logrados en materia de desinflación. Al respecto, al cierre del segundo trimestre la inflación anual subyacente había descendido a un nivel inferior a cuatro por ciento. Este resultado ha estado determinado principalmente por la disminución de la inflación anual del subíndice subyacente de las mercancías. Por lo que respecta a los servicios, en el segundo trimestre la inflación anual de su índice subyacente registró un descenso pequeño. Sin embargo, esta caída todavía no es totalmente congruente con los ajustes a la baja registrados en los últimos seis meses por los incrementos de los salarios contractuales.

Resulta importante destacar que en el segundo trimestre también se presentaron factores que incidieron desfavorablemente sobre el comportamiento de la inflación general. Merece mención el aumento de la inflación anual de los subíndices de precios agropecuarios y de precios administrados y concertados. A la fecha, el repunte de la inflación general no parece haber afectado adversamente ni el proceso de formación de expectativas de mediano plazo ni la determinación de los salarios contractuales. Así, tal vez la influencia alcista de los fenómenos mencionados sobre la inflación anual del INPC resulte transitoria.

Para lo que resta de 2002, la evolución de la economía mexicana estará previsiblemente condicionada por factores externos ya identificados. En particular, por el crecimiento del PIB real de los Estados Unidos, por la situación de los mercados financieros internacionales y por el costo y disponibilidad del financiamiento externo. A continuación se

presentan los principales supuestos que sustentan el escenario base del Banco de México respecto a la evolución del entorno externo en el segundo semestre:

(a) El pronóstico relativo al crecimiento económico de los Estados Unidos en 2002 se revisó de 2.2 por ciento en el Informe de Inflación pasado a 2.7 por ciento en la actualidad. Esto pudiera parecer un cambio positivo, pero en realidad no lo es. La razón es que esta modificación obedece a los siguientes factores:

- La actualización del dato para el crecimiento del PIB real en el primer trimestre, de un preliminar de 4.2 por ciento a uno final de 6.1 por ciento, ya no influirá sobre la evolución futura de la economía mexicana.
- Un ajuste a la baja de la estimación de expansión en el segundo trimestre, de 3.8 por ciento en abril a 2.3 por ciento en la actualidad.
- Un crecimiento promedio esperado para los últimos dos trimestres del año que se mantuvo prácticamente constante en 3.3 por ciento.

Así, en cuanto al crecimiento del PIB real de los Estados Unidos, las perspectivas para la segunda mitad del año no se alteraron significativamente. Por otra parte, el incremento esperado para la producción industrial en ese país en 2002 permaneció inalterado en 0.2 por ciento;

(b) Con fundamento en las cotizaciones a futuro del precio del petróleo WTI y considerando un diferencial con la mezcla mexicana similar al observado en los últimos meses, se anticipa que en 2002 el precio promedio de dicha mezcla se ubique en alrededor de 20 dólares por barril; y

(c) Dada la dificultad de pronosticar la trayectoria de los mercados financieros internacionales y la ausencia de factores internos que pudiesen mejorar significativamente la percepción del riesgo país, un supuesto conservador es que en el segundo semestre se mantendrán las condiciones de acceso a los mercados internacionales de capital en los términos prevalecientes durante las últimas semanas. Asimismo, se prevé que el incremento de las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos se postergará hasta el inicio de 2003.

Con base en los supuestos anteriores y en la información disponible sobre la evolución de la economía mexicana en el segundo trimestre del año, se realizó un ejercicio de pro-

nóstico de las principales variables macroeconómicas para lo que resta de 2002. Los resultados de este ejercicio fueron similares a los presentados en el Informe sobre la Inflación del primer trimestre. A continuación se comentan los principales pronósticos:

Crecimiento Económico: La estimación del crecimiento económico para 2002 es de 1.8 por ciento. Ello, en función de que la información disponible sugiere que el del segundo trimestre fue de alrededor de 1.8 por ciento. Asimismo, la evolución esperada para los principales determinantes del crecimiento económico en el segundo semestre no se ha modificado. En consecuencia, se espera que el incremento promedio del PIB real en la mitad final del año sea del orden de cuatro por ciento.

Cuenta Corriente: La expectativa de déficit de la cuenta corriente para 2002 se mantuvo constante en alrededor de 3 por ciento del PIB.

Inflación: La evolución reciente de la inflación anual de los índices general y subyacente y la postura actual de la política monetaria es compatible con el logro del objetivo establecido para el presente año. Para lo que resta de 2002 se anticipa el siguiente comportamiento de los principales índices de precios:

(a) La inflación anual subyacente se mantendrá estable. Lo anterior respondería a que el descenso que registró en los primeros seis meses del año fue mayor que el anticipado. Asimismo, la inflación anual del índice subyacente de las mercancías ha alcanzado ya niveles muy bajos, por lo que en los próximos meses la evolución de la inflación subyacente deberá sustentarse en el descenso de la del índice de los servicios. Como es sabido, la tasa de crecimiento anual de este último índice ha experimentado ajustes a la baja de magnitud inferior a los del primero; y

(b) Debido a la relativa estabilidad que podría exhibir la inflación anual subyacente, la trayectoria de la del INPC estará condicionada principalmente por la de los subíndices que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente.

En consecuencia, es de esperarse que la inflación anual general siga presentando volatilidad. En particular, es muy probable que en julio registre un aumento adicional. Ello se explicaría en parte por un efecto estadístico asociado a la variación mensual negativa que mostró la inflación general en julio de 2001. Dicho resultado obedeció en gran medida a la deflación que en ese mes experimentaron los subíndi-

ces de los precios agropecuarios y administrados y concertados. Así, en la medida en que en julio del presente año no se repitieran estos fenómenos favorables, la inflación anual en ese mes aumentaría y se ubicaría por encima de 5 por ciento. A partir de agosto se reestablecería la tendencia descendente del indicador. Si bien la postura actual de la política monetaria es compatible con el cumplimiento del objetivo, la volatilidad que muestran las inflaciones anuales de los subíndices de precios agropecuarios y de los administrados y concertados podría inducir fluctuaciones impredecibles del índice general. Conviene aclarar a este respecto que en el escenario central del Banco de México la inflación anual general a diciembre de 2002 resentirá la influencia desfavorable de los siguientes dos factores:

(a) Una inflación del subíndice de precios administrados y concertados muy superior a 4.5 por ciento. Lo anterior incorpora el efecto alcista, no anticipado en el Programa Monetario, de 0.37 puntos porcentuales, a causa del aumento de las tarifas eléctricas aprobado en febrero; y

(b) El impacto inflacionario de la introducción del impuesto suntuario.

En el escenario central se prevé que estos dos aspectos desfavorables se vean compensados por:

(a) Una inflación subyacente menor que 4.5 por ciento; y

(b) Una inflación anual del subíndice de precios agropecuarios que al parecer será baja.

Como se comenta en otras secciones de este Informe, la política monetaria afecta a la evolución de los precios en la economía con un rezago importante. Por tanto, en el segundo semestre de 2002 la determinación de la postura de la política monetaria deberá orientarse progresivamente -en la medida en que se vayan definiendo de manera más clara los principales parámetros que condicionarán la evolución de la economía en 2003- a consolidar el entorno monetario congruente con la consecución de la meta de inflación de largo plazo en diciembre de 2003. Para tomar esas decisiones resulta imprescindible contar con un pronóstico sobre la evolución de las principales variables macroeconómicas en 2003. Así, el Banco de México decidió extender el anterior ejercicio de pronóstico hasta el año siguiente.

Para realizarlo se supuso que el crecimiento promedio del PIB real y de la producción industrial en los Estados Unidos será, respectivamente, de 3.5 y 4.2 por ciento. Por otra

parte, se consideró que el precio promedio de la mezcla mexicana de petróleo podría situarse entre 16 y 20 dólares por barril. Con base en lo anterior la estimación es que el crecimiento económico en México podría alcanzar una tasa de 4 por ciento. En lo que respecta a la inflación, el ejercicio indica que la postura actual de la política monetaria es congruente con el descenso de la inflación en el año 2003 y con el cumplimiento del objetivo propuesto. Sin embargo, el logro de esa meta requerirá de esfuerzos importantes en los siguientes ámbitos:

(a) Por el lado de la inflación subyacente, debido a que en el futuro la contribución adicional al esfuerzo desinflacionario deberá provenir en mayor medida del subíndice de los servicios (dado que la inflación anual de las mercancías ya se encuentra en niveles muy bajos), será necesaria una inflexión adicional importante de la tasa de incremento nominal de los salarios;

(b) La determinación de los precios administrados y concertados por el sector público necesita ser congruente con el objetivo de inflación de largo plazo; y

(c) El subíndice de los precios agropecuarios deberá tener un comportamiento en línea con el objetivo. Lo anterior podrá cumplirse en ausencia de fenómenos climatológicos adversos, tanto a nivel nacional como internacional, que pudieran afectar los precios internos y externos de dichos productos.

Los riesgos a los que está sujeto el escenario base delineado para lo que resta de 2002 y para 2003, son sustancialmente mayores que los visualizados en otros trimestres. Ello obedece principalmente a la gran incertidumbre que existe actualmente en cuanto a la evolución de la economía mundial y a la volatilidad que han experimentado los mercados financieros en el mundo.

Entre los principales riesgos externos que se perciben cabe destacar los siguientes:

(a) Que la economía de los Estados Unidos no se recupere en la segunda mitad del año de acuerdo a lo previsto en el escenario central y que se presentara un deterioro más pronunciado de los mercados financieros en ese país (tal vez derivado del conocimiento de problemas contables adicionales en el sector corporativo);

(b) Que tuviera lugar una corrección aún más pronunciada de la cotización dólar/euro; y

(c) Que ocurriera una importante contracción adicional de los flujos de capital a los mercados emergentes. Ello, como consecuencia de un contagio más intenso de la crisis de Brasil o de un incremento en el grado de aversión al riesgo.

La probabilidad del primero de los riesgos ha aumentado en las últimas semanas, a la luz de la evolución de algunos indicadores económicos de los Estados Unidos y especialmente a raíz de las caídas sufridas por los mercados de valores. Esto último por su incidencia adversa sobre la confianza de los consumidores.

Asimismo, los problemas contables en el sector corporativo pueden limitar el crecimiento de la inversión privada, al ejercer una influencia desfavorable sobre el costo del financiamiento. Por tanto, ha ganado adeptos la percepción de que la economía de dicho país podría sufrir una recaída en la segunda mitad del año y regresar a una senda de crecimiento lento. Lo anterior se ve agravado por el segundo riesgo, ya que algunos desequilibrios macroeconómicos de consideración aún persisten en la economía estadounidense. En particular, el amplio déficit de la cuenta corriente constituye una fuente importante de vulnerabilidad. Su corrección brusca afectaría severamente la cotización del dólar y muy probablemente vendría acompañada de mayor volatilidad en los mercados internacionales de capital. Asimismo, la inestabilidad en Brasil y las repercusiones de los escándalos contables también han elevado el riesgo percibido de invertir en los mercados emergentes y en títulos corporativos.

La materialización de cualquiera de estos tres escenarios ciertamente obstaculizaría el crecimiento económico en México. En el primer caso, el efecto se transmitiría a través de la cuenta corriente, en forma de una caída de las exportaciones y de la actividad productiva. En los dos restantes, al efecto anterior se sumaría una perturbación de la cuenta de capitales que causaría el encarecimiento del financiamiento externo, el aumento de las tasas de interés nacionales y, por ende, una contracción adicional de la demanda interna.

El efecto sobre la inflación de concretarse estos escenarios sería ambiguo. Por un lado, un crecimiento económico más pausado estaría asociado a un debilitamiento de las presiones inflacionarias. Sin embargo, en el primer escenario la incidencia desfavorable sobre las exportaciones y sobre la actividad económica en México podría ampliar los déficit externos. Asimismo, en los tres escenarios se observaría una demanda más débil de activos del país. Estos factores podrían dar lugar a una depreciación del tipo de cambio capaz de redundar en presiones inflacionarias adicionales.

Los principales elementos internos de riesgo que alterarían el escenario base del Banco de México se comentan a continuación:

(a) Respecto a la evolución de la inflación, el principal riesgo en los próximos meses, es que se produjera una transmisión significativa de la depreciación cambiaria a los precios, a las expectativas de inflación y a las negociaciones salariales; y

(b) Un deterioro mayor de las expectativas de expansión de mediano plazo causado por una percepción desfavorable sobre el futuro de la agenda de reforma estructural y por la tensión política que ha llevado a la falta de acuerdos.

De tener lugar una transmisión más intensa a precios de los movimientos cambiarios, sería necesaria la aplicación de una política monetaria más restrictiva para alcanzar las metas propuestas. La reacción de la política monetaria en una dirección restrictiva también tendría lugar de concretarse el segundo elemento de riesgo y ocurrir una depreciación del tipo de cambio asociada con una contaminación del proceso inflacionario.

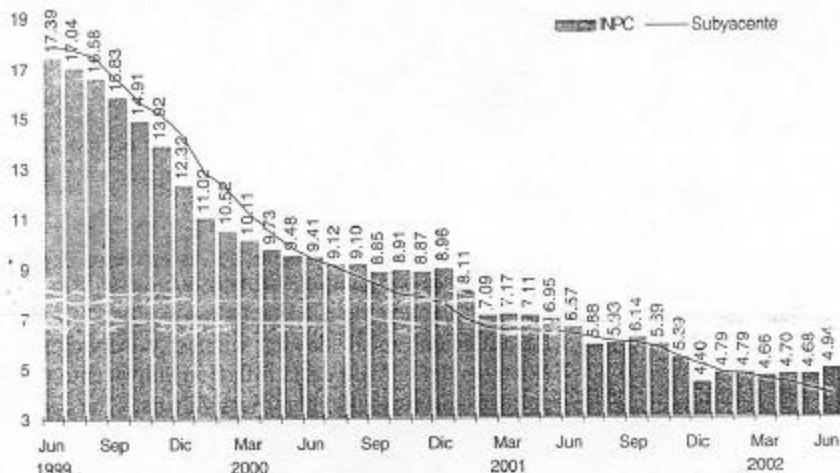
Por otra parte, la prolongación de desacuerdos a nivel político podría representar un obstáculo persistente al avance de las reformas estructurales pendientes. Lamentablemente, ello entorpecería el flujo de la inversión, tanto nacional como extranjera, e induciría una mayor volatilidad de las tasas de interés y del tipo de cambio. Estos fenómenos acentuarían las dificultades propias de un entorno mundial caracterizado por la incertidumbre. En tal caso, las perspectivas de crecimiento de la economía nacional se verían afectadas, perjudicándose en consecuencia los incrementos de la productividad, la creación de empleos y la mejoría del salario real. En suma, en la compleja coyuntura actual, resulta de importancia clave lograr pronto consensos que permitan acelerar el proceso de modernización económica.

Finalmente, cabe destacar que, aún en el escenario central delineado en esta sección, el logro del objetivo de inflación de largo plazo al cierre de 2003 es una meta ambiciosa. Durante los próximos meses, la Junta de Gobierno del Banco de México continuará evaluando el desenvolvimiento de los principales determinantes de la inflación para lo que resta de 2002 y para 2003. Con base en la evolución de esos factores y, por ende, de las presiones inflacionarias de corto y largo plazos, se determinarán las acciones de política monetaria que se juzguen necesarias para alcanzar los propósitos planteados.

Gráfica 1

Indice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente

Variación anual en por ciento



Cuadro 1

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

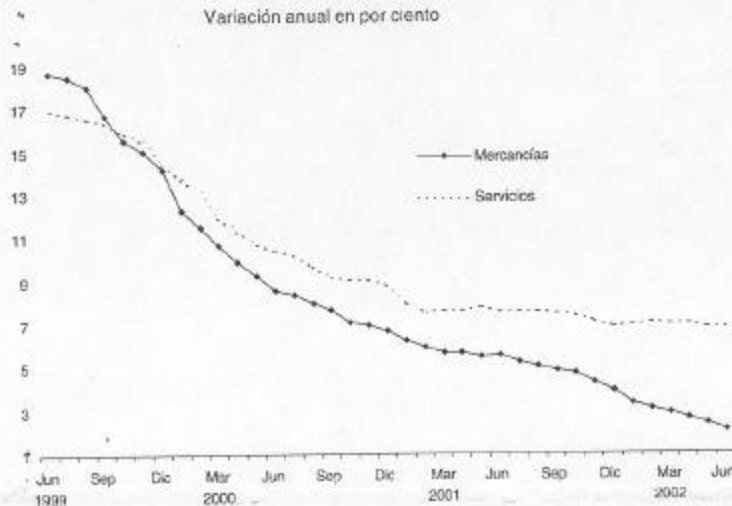
Por ciento

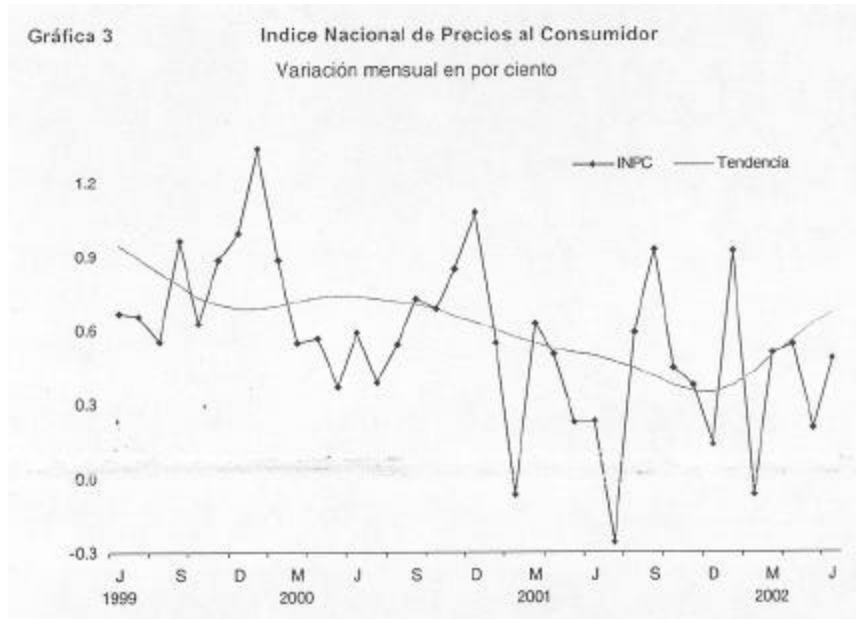
	Variaciones anuales			Variaciones trimestrales		
	Jun 2002/ Jun 2001/	Mar 2002/ Mar 2001/	Jun 2001/ Jun 2000/	Jun 2002/ Jun 2001/	Mar 2002/ Mar 2001/	Jun 2001/ Jun 2000/
	Jun 2001	Mar 2001	Jun 2000	Mar 2002	Dic 2001	Mar 2001
INPC	4.94	4.65	6.57	1.24	1.37	0.97
Subyacente	3.96	4.54	6.36	0.71	1.67	1.28
Mercancías	1.99	2.84	5.52	0.20	1.01	1.03
Servicios	6.81	7.02	7.58	1.43	2.61	1.63
Agropecuarios	5.15	2.85	2.35	5.27	-4.95	2.95
Frutas y Verduras	12.82	0.06	-1.20	16.34	-11.38	3.18
Carne y Huevo	0.42	4.56	4.67	-1.25	-0.71	2.82
Educación	13.15	13.61	14.49	0.20	0.88	0.59
Administrados y Concertados						
Concertados	5.93	4.58	8.87	0.95	4.51	-1.27
Administrados	7.27	1.35	11.49	1.00	4.73	-4.58
Concertados	5.56	7.28	6.89	0.91	4.34	1.49

Gráfica 2

Indices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios

Variación anual en por ciento





Cuadro 2

Inflación Mensual Observada y Esperada

Por ciento

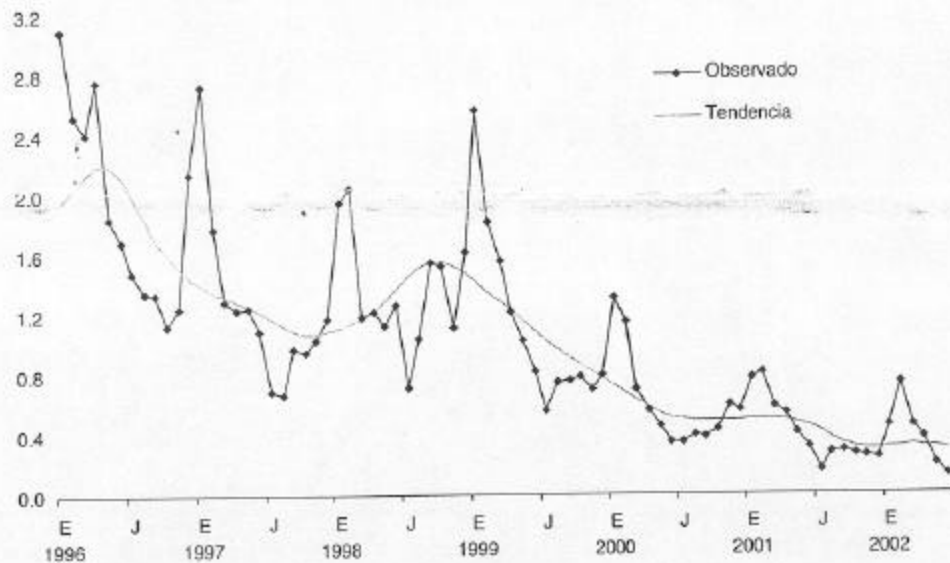
	2002		2001	
	Observada	Esperada ^{1/}	Observada	Esperada ^{1/}
Abril	0.55	0.37	0.50	0.51
Mayo	0.20	0.22	0.23	0.69
Junio	0.49	0.24	0.24	0.63

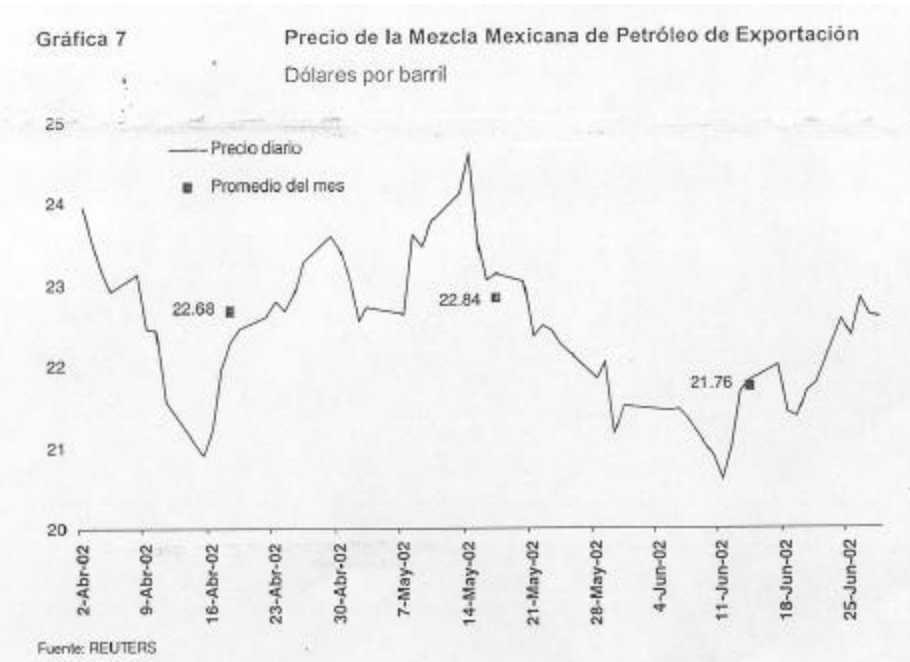
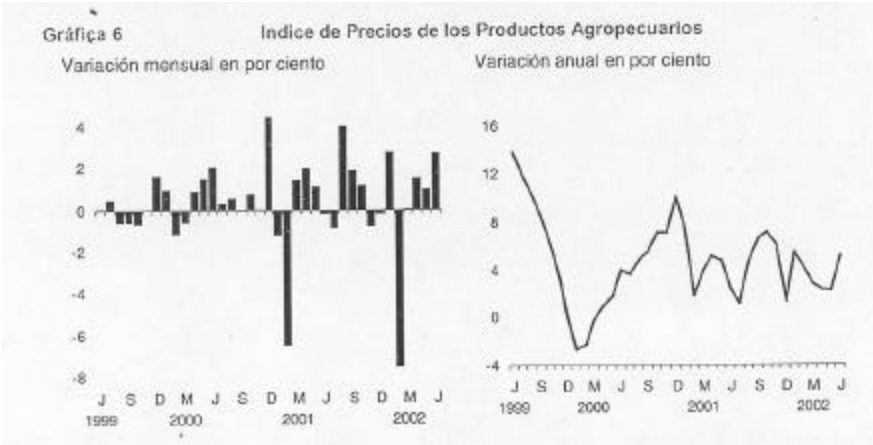
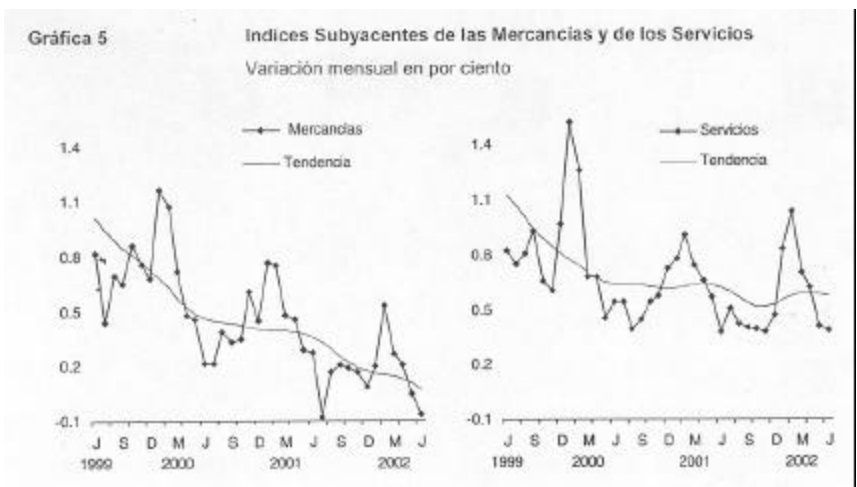
^{1/} Fuente: Inflación esperada al final del trimestre previo según la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba el Banco de México.

Gráfica 4

Índice de Precios Subyacente

Variación mensual en por ciento





Cuadro 3 Pronósticos del Crecimiento de los Estados Unidos

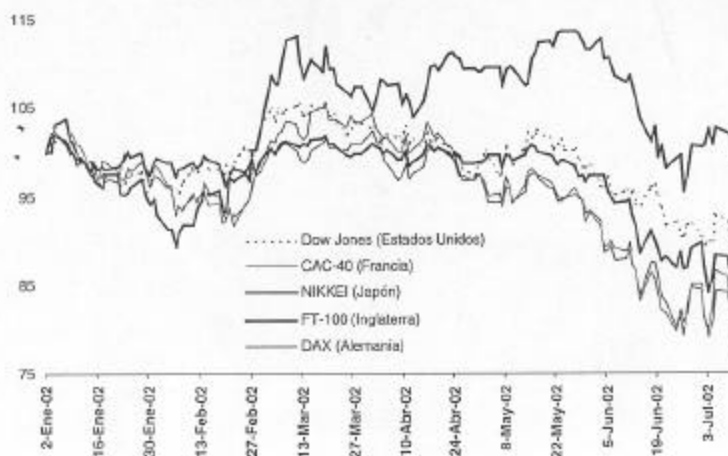
Variación anual en por ciento

	Principios de abril 2002		Principios de julio 2002	
	II/2002	2002	II/2002	2002
Consensus Forecasts ^{1/}	n.d.	2.6	n.d.	2.8
Deutsche Bank	4.4	3.1	3.0	3.0
Goldman Sachs	3.0	2.4	2.0	2.5
JP Morgan	5.0	3.1	2.0	2.8

^{1/}Consensus Forecasts del 8 de abril y 8 de julio de 2002. El pronóstico trimestral se refiere a la encuesta realizada en una fecha que no corresponde a la indicada. Por ese motivo no se hace referencia al pronóstico trimestral en este documento.

Gráfica 8 Principales Índices Bursátiles: Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia e Inglaterra

(2 de enero 2002=100)



Cuadro 4 Pronósticos del Fondo Monetario Internacional (FMI) Relativos al Crecimiento del Producto Interno Bruto Variaciones en por ciento

	2000	2001	2002 ^{1/}	2003 ^{1/}
Mundo	4.7	2.5	2.8	4.0
Economías Avanzadas	3.9	1.2	1.7	3.0
Estados Unidos	4.1	1.2	2.3	3.4
Japón	2.2	-0.4	-1.0	0.8
Alemania	3.0	0.6	0.9	2.7
Francia	3.6	2.0	1.4	3.0
Italia	2.9	1.8	1.4	2.9
Reino Unido	3.0	2.2	2.0	2.8
Canadá	4.4	1.5	2.5	3.6
Resto	5.2	1.6	2.5	3.7
Unión Europea	3.4	1.7	1.5	2.9
ERI ^{2/} de Asia	8.5	0.8	3.6	5.1
Latinoamérica	4.0	0.7	0.7	3.7
Argentina	-0.8	-3.7	-10 a -15	0 a 3
Brasil	4.4	1.5	2.5	3.5
Chile	4.4	2.6	3.0	6.0
México	6.6	-0.3	1.7	4.9
Uruguay	-1.3	-3.1	-1.7	3.0
Venezuela	3.2	2.7	-0.8	1.3

Fuente: World Economic Outlook, Abril 2002. FMI

^{1/} estimado

^{2/} Economías de Reciente Industrialización

Cuadro 5 Remuneraciones por Trabajador
Variación anual en por ciento

	Nominal								Real							
	2001			2002				Promedio Ene-Abr 2002*	2001			2002				Promedio Ene-Abr 2002*
	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr		Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	
Industria Manufacturera	13.4	12.9	14.7	10.2	8.3	6.6	8.3	8.6	7.1	7.2	8.6	5.1	3.3	1.8	4.4	3.7
Industria Maquiladora	14.7	12.9	13.3	11.7	12.0	8.7	11.4	11.7	8.4	7.2	6.5	8.4	6.9	3.0	6.4	6.7
Industria de la Construcción	11.1	9.2	13.1	23.4	15.8	n.d.	n.d.	19.6	4.9	3.6	8.3	17.7	10.5	n.d.	n.d.	14.1
Sector Comercio	6.7	4.9	7.6	8.3	9.4	5.6	14.0	9.3	-0.1	-0.6	3.1	3.3	4.4	0.9	8.9	4.4

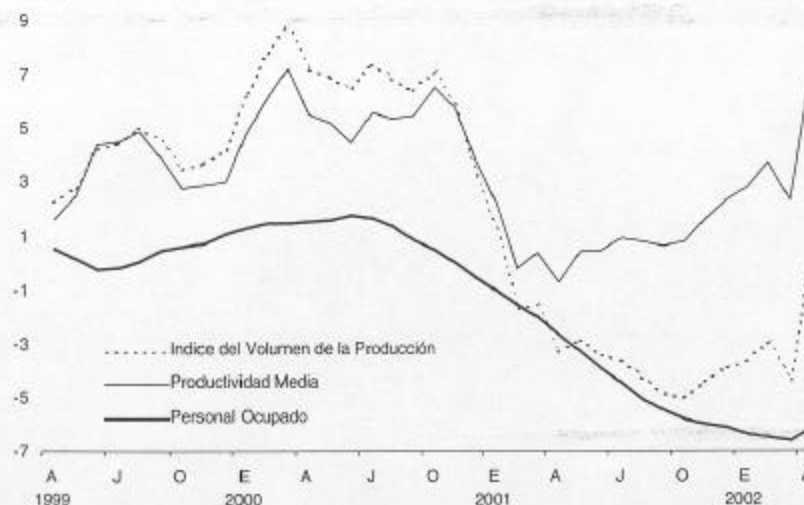
*Únicamente en la industria de la Construcción el promedio es el de enero a febrero de 2002.
FUENTE: Elaborado por el Banco de México con información del INEGI.

Cuadro 6 Producto por Trabajador y Costos Unitarios de la Mano de Obra
Variación anual en por ciento

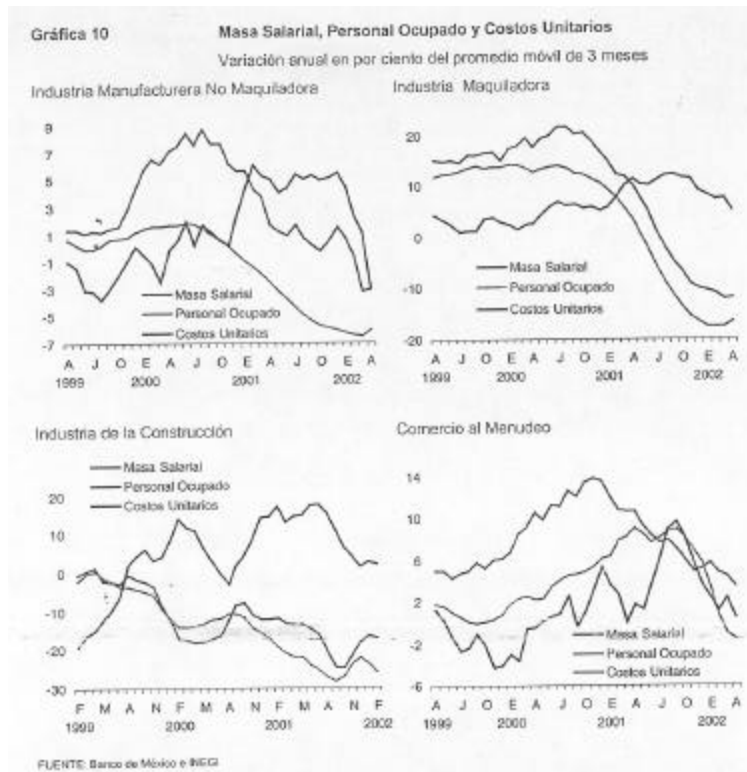
	Producto por Trabajador								Costos Unitarios de la Mano de Obra							
	2001			2002				Promedio Ene-Abr 2002*	2001			2002				Promedio Ene-Abr 2002*
	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr		Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	
Industria Manufacturera	19	3.0	2.3	3.3	5.7	-1.8	16.7	6.0	5.1	4.0	7.4	1.8	-2.3	3.7	-10.6	-1.9
Industria Maquiladora	-3.3	-2.2	2.9	-0.4	0.6	-2.1	3.5	0.4	12.0	9.5	5.4	9.9	6.3	6.1	2.8	6.3
Industria de la Construcción	2.7	0.7	9.6	10.8	9.5	n.d.	n.d.	10.2	2.2	2.9	-12	6.3	0.9	n.d.	n.d.	3.6
Sector Comercio	-10.1	-9.7	-4.8	-4.2	-2.1	-5.9	3.7	-2.1	11.1	10.2	8.3	7.9	6.6	7.2	5.0	6.7

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

Gráfica 9 Producción, Productividad Media y Personal Ocupado en la Industria Manufacturera No Maquiladora
Variación anual en por ciento del promedio móvil de 3 meses



FUENTE: INEGI.



Cuadro 7

Salarios Contractuales por Sectores

Variación anual en por ciento

	2001			2002					
	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun*
Manufacturas	9.1	6.3	6.8	7.0	6.9	6.2	6.6	6.4	6.5
Otros Sectores	6.7	7.3	9.3	6.4	6.8	6.0	5.6	6.6	5.8

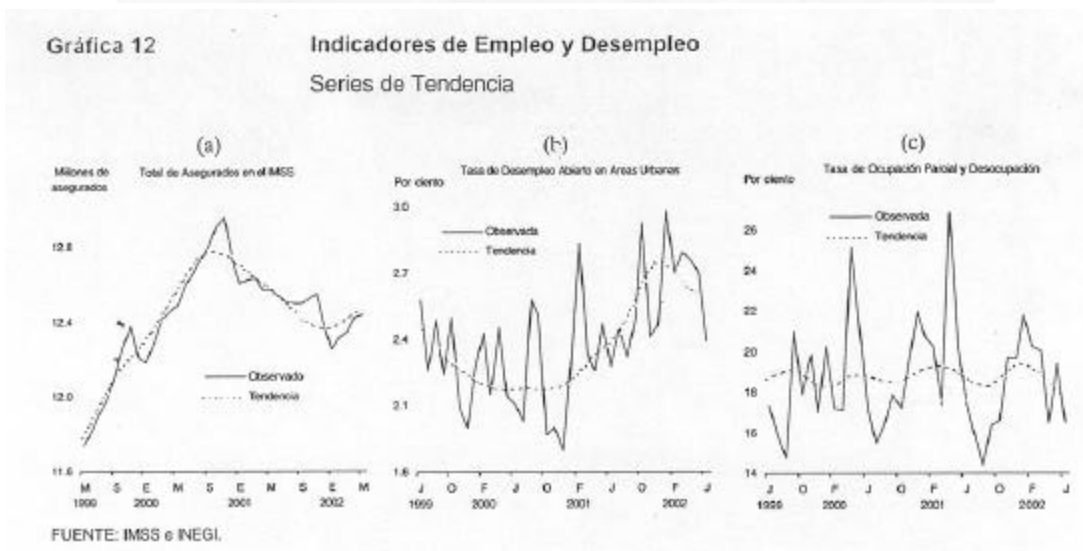
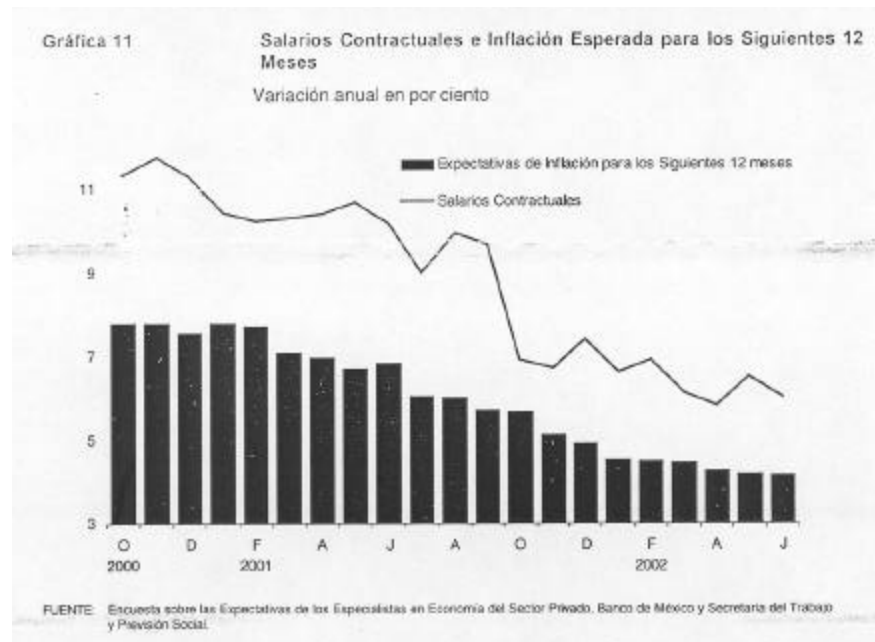
FUENTE: Elaborados por el Banco de México con datos de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social.
 *Información preliminar.

Cuadro 8

Salarios Contractuales por Tipo de Empresa

Variación anual en por ciento

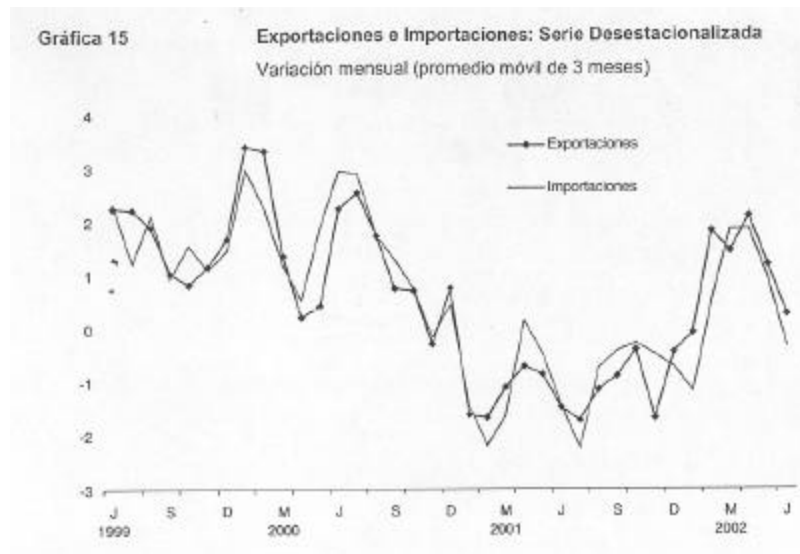
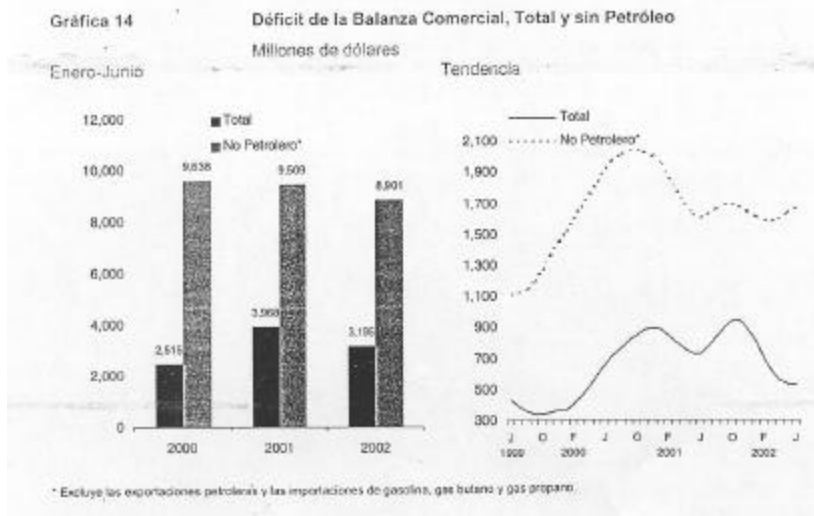
	2001			2002					
	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun
Empresas Privadas	9.1	6.9	7.4	6.8	7.0	6.5	6.0	6.5	6.2
Empresas Públicas	11.0	10.5	11.1	5.3	5.3	5.4	5.5	5.1	4.7



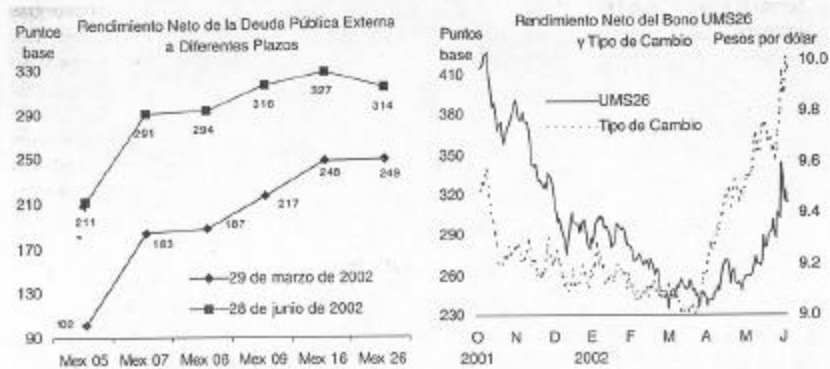
Cuadro 9 Demanda y Oferta Agregadas en 2001 y 2002
Variación en por ciento

	Variación real anual en por ciento					Variación real trimestral en por ciento (serie desestacionalizada)					
	2001				2002	2001					2002
	Trim. I	Trim. II	Trim. III	Trim. IV		Anual	Trim. I	Trim. II	Trim. III	Trim. IV	
Oferta Agregada	2.8	0.2	-3.4	-3.3	-1.0	-2.5	-0.6	-0.6	-1.4	-0.1	0.2
PIB	2.0	0.1	-1.5	-1.6	-0.3	-2.0	-0.3	-0.3	-0.2	-0.5	0.0
Importaciones	5.2	0.6	-8.0	-7.7	-2.9	-1.8	-1.4	-1.4	-4.6	1.1	0.7
Demanda Agregada	2.8	0.2	-3.4	-3.3	-1.0	-2.5	-0.6	-0.6	-1.4	-0.1	0.2
Consumo Total	5.3	3.1	1.1	1.8	2.8	-1.5	1.7	0.2	-0.2	-0.1	-0.3
Privado	6.6	4.1	1.6	1.5	3.4	-1.5	1.8	0.2	-0.3	-0.1	-0.2
Público	-3.5	-3.2	-3.5	3.3	-1.4	-1.1	1.1	-0.1	0.5	0.4	-0.9
Inversión Total	0.5	-5.5	-8.9	-9.1	-5.9	-6.9	-2.6	-2.0	-3.5	-1.1	0.9
Privada	-1.2	-5.2	-1.3	-12.8	-5.1	-5.9	-6.4	-1.9	-0.8	-2.1	-0.2
Pública	12.8	-7.6	-38.0	6.6	-9.6	-13.3	22.2	-2.4	-17.3	6.4	6.9
Exportaciones	2.6	-1.7	-9.5	-10.9	-5.1	-5.8	-4.4	-1.0	-3.4	-1.4	1.1

FUENTE: Banco de México e INEGI.

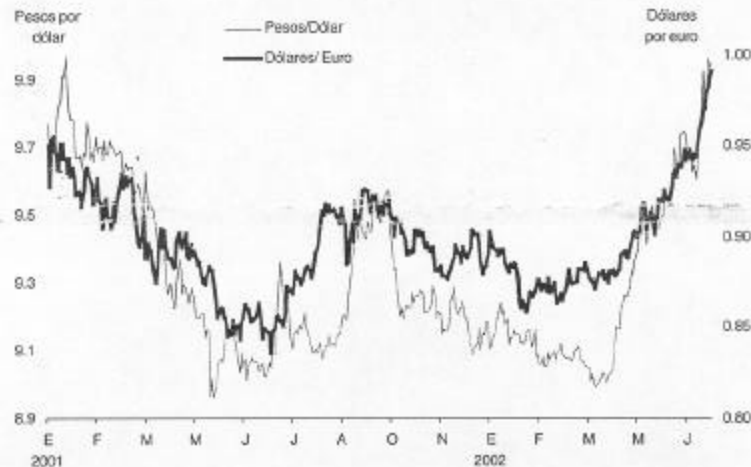


Gráfica 16 Indicadores del Riesgo País y Tipo de Cambio

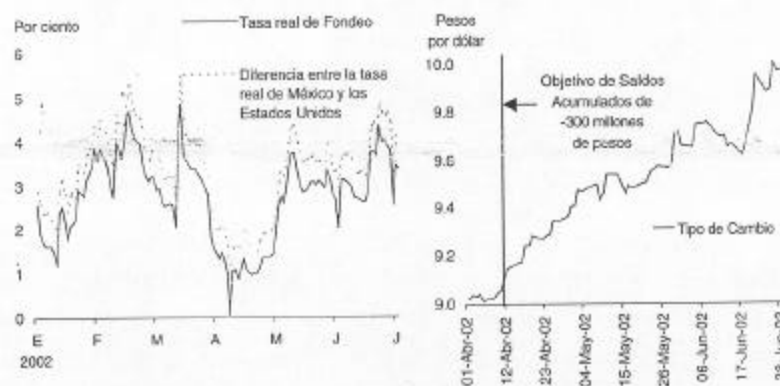


FUENTE: Bloomberg y Banco de México.
 Nota: El rendimiento neto del bono UMS26 es la diferencia entre su rendimiento bruto con el de un bono del gobierno de los Estados Unidos de vencimiento similar.

Gráfica 17 Tipo de Cambio del Peso frente al Dólar y del Dólar frente al Euro: 2001-2002



Gráfica 18 Tasa Real de Fondo y Tasa Real de Fondos Federales y Tipo de Cambio y Objetivo de Saldos Acumulados ("Corto")



FUENTE: Banco de México, INFOSEL y Bloomberg

Cuadro 10

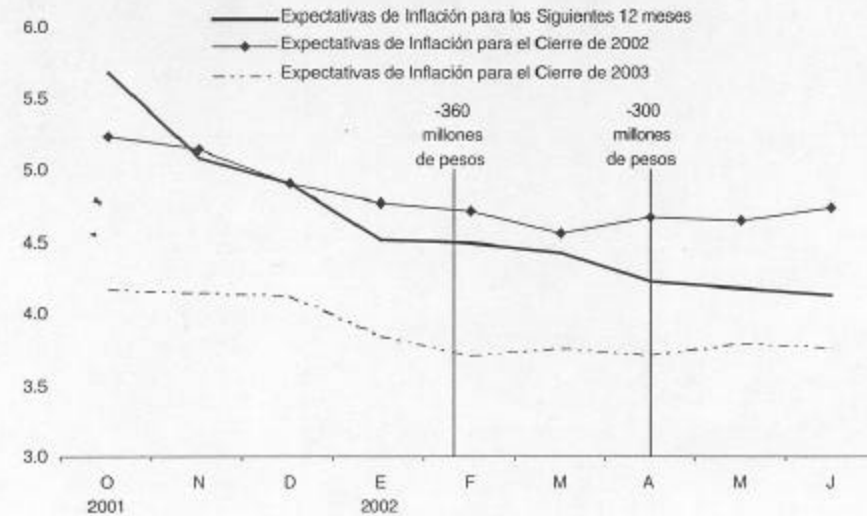
Incidencia de los Componentes del INPC sobre la Inflación Anual General

Puntos Porcentuales

	Junio-2002	Marzo-2002	Junio-2001
INPC	4.94	4.66	6.57
Subyacente	2.66	3.04	4.28
Mercancías	0.79	1.13	2.22
Servicios	1.87	1.92	2.06
Agropecuarios	0.59	0.32	0.28
Educación	0.44	0.46	0.45
Administrados y Concertado	1.25	0.84	1.56
Administrados	0.58	0.11	0.87
Concertados	0.67	0.73	0.69

Gráfica 19

Expectativas de Inflación y Objetivo de Saldos Acumulados ("Corto")

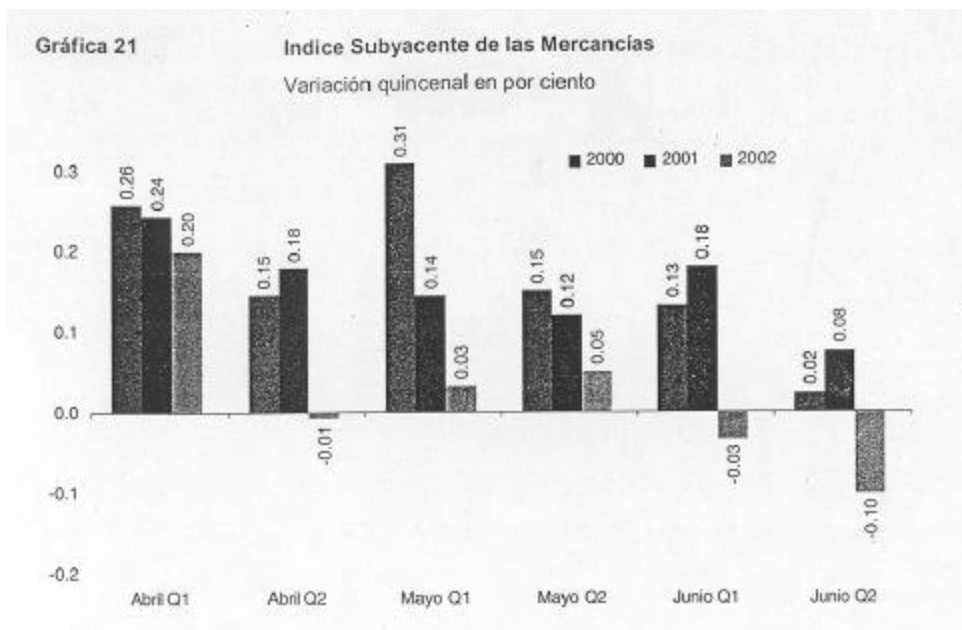


FUENTE: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

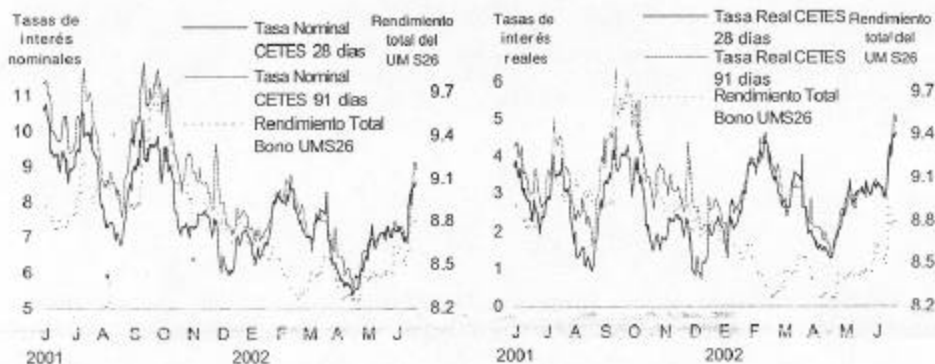
Gráfica 20

Índice Subyacente de las Mercancías y Tipo de Cambio
Variación anual en por ciento





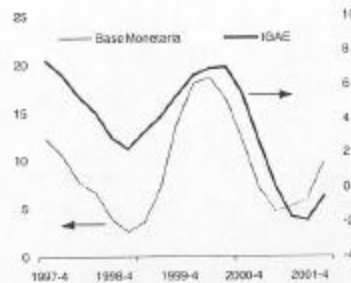
Gráfica 22 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales^{1/} y Rendimiento Total del Bono UMS26
Por ciento



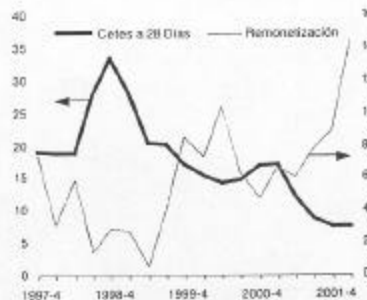
1/ Tasas de interés nominales deflactadas por las expectativas de inflación para los próximos 12 meses.

Gráfica 23 Base Monetaria

a) Base Monetaria y Actividad Económica
Variación real anual de las series de tendencia
Por ciento



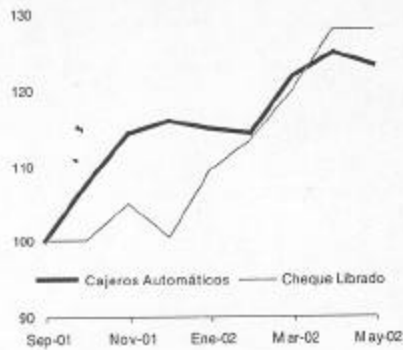
b) Remonetización^{1/} y Tasa de Interés
Por ciento



1/ La remonetización se calcula como el cambio porcentual del cociente de la base monetaria y el producto nominal.
Fuente: INEGI y Banca de México

Gráfica 24 Costo Promedio de Obtener Efectivo y Operaciones en Cajeros Automáticos

Costo Promedio de Obtener Efectivo
Índice septiembre de 2001 = 100



Fuente: CONCUSEF.

Operaciones en Cajeros Automáticos^{1/}
Índice diciembre 1999 = 100



Fuente: PROSA
1/ Número de operaciones en el sistema Red.

Cuadro 11 Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
Millones

	Saldos		Flujos efectivos	Flujos efectivos	Flujos efectivos
	Al 31 Dic. 2001	Al 30 Jun. 2002	enero - marzo 2002	abril - junio 2002	acumulados ^{2/} al 30 de junio de 2002
(A) Base Monetaria (Pesos)	225,580	211,893	-6,272	-4,416	-13,688
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{2/}	411,315	454,325	13,497	-5,838	7,660
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	44,857	45,630	1,453	-680	773
Variación de Activos Internacionales Netos			1,453	-680	773
Pemex			3,387	302	3,684
Gobierno Federal			-2,004	-1,856	-3,860
Otras			75	874	349
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-185,735	-242,432	-22,769	1,422	-21,347
Memorándum:					
(D) Reserva Internacional (Dólares) ^{3/}	40,880	42,723	1,349	494	1,843

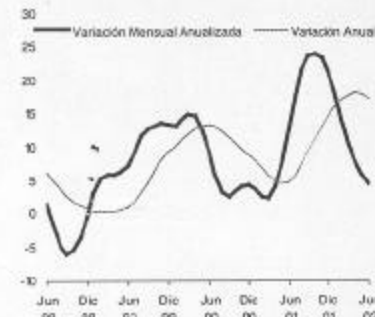
1/ Para la estimación de los flujos efectivos en moneda nacional de los activos internacionales netos se utiliza el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación. La diferencia entre los saldos de activos internacionales netos expresados en moneda nacional no corresponde al concepto de flujos efectivos, debido a que los saldos se valúan al tipo de cambio del día. Esta consideración también explica que las diferencias entre los saldos de crédito interno neto no sean iguales a los flujos efectivos reportados.

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.

Gráfica 25 Medio Circulante (M1) y Rendimiento de la Captación Bancaria

a) Serie de Tendencia del Medio Circulante en Términos Reales
Por ciento



b) Tasa de Interés Real de las Cuentas de Cheques y del Pagaré a 28 días^{1/}
Por ciento



1/ Tasa real ex-ante. Tasa bruta de ventanilla para el Pagaré a 28 días.

Cuadro 12 Agregados Monetarios

Variación real anual de los saldos promedio en por ciento

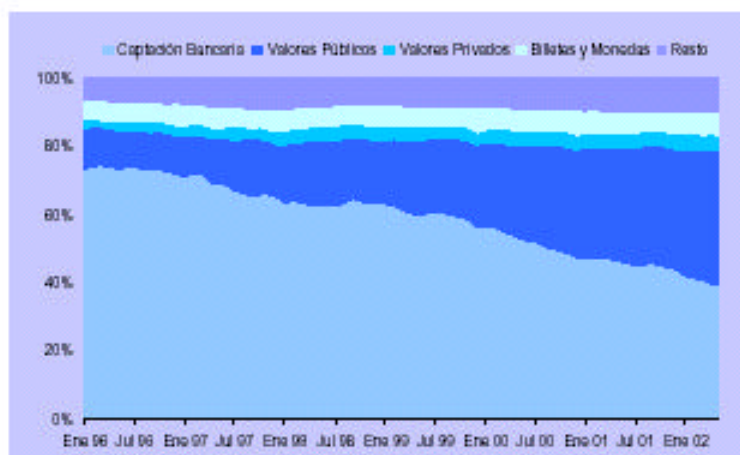
	2001		2002	
	oct-dic	ene-mar	abr-jun	
M 1	13.32	16.81	17.50	
Billetes y Monedas en Poder del Público	4.88	10.46	12.52	
Cuentas de Cheques M.N.	8.13	11.14	11.31	
Cuentas de Cheques M.E.	84.22	50.64	58.46	
Depósitos en Cuenta Corriente	16.67	22.49	23.29	
M 4	10.41	9.62	9.28	
Captación Bancaria	1.10	-3.66	-6.12	
Valores Públicos ^{1/ 2/}	24.98	25.54	27.95	
Valores Privados ^{2/}	10.57	26.21	20.42	
Otros fondos de vivienda y retiro ^{3/}	13.75	12.60	11.60	
Memorándum:				
M4 sin SAR	7.42	6.53	6.49	

1/ Incluye valores del Gobierno Federal, BPAS y BREMS

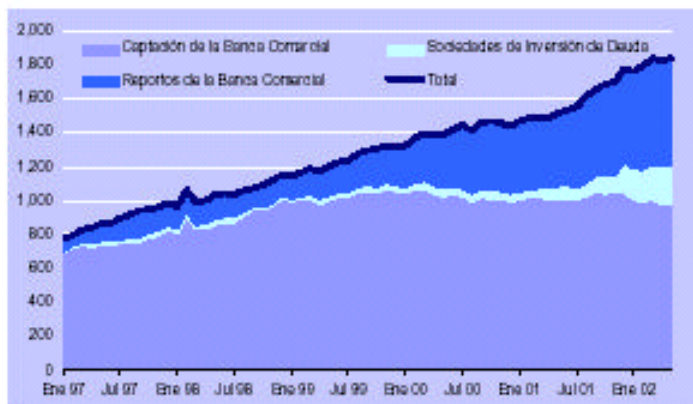
2/ Incluye la tenencia de Sictros

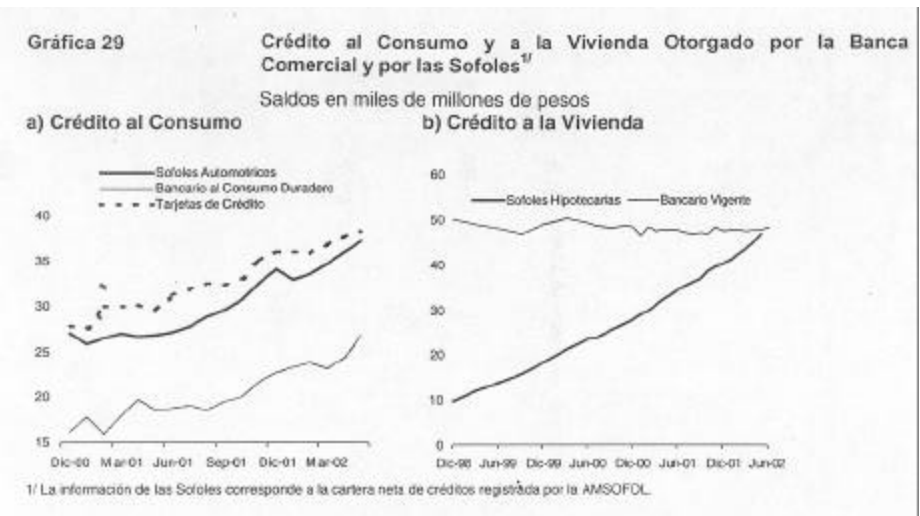
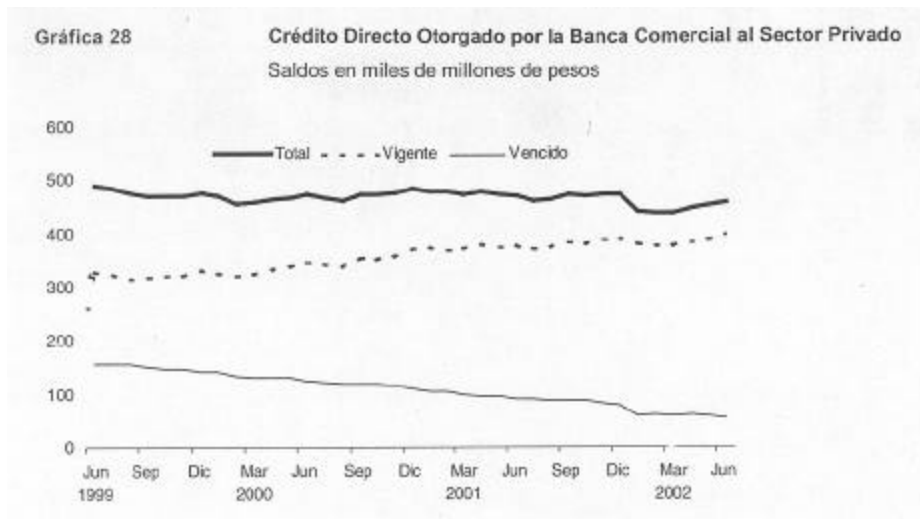
3/ Incluye los fondos para la vivienda y los fondos para el retiro en el Banco de México

Gráfica 26 Agregado Monetario M4 Estructura porcentual por tipo de instrumento



Gráfica 27 Intermediación de la Banca Comercial y de las Sociedades de Inversión Asociadas a Grupos Financieros Miles de millones de pesos





Cuadro 13 Tasas de Interés Activas y Pasivas
Por ciento anual

	2000	2001	2002	
	Diciembre	Diciembre	Marzo	Junio
Tasas Activas				
Tarjeta de Crédito	44.88	35.64	35.77	35.21
Hipoteca a Tasa Fija	n.e	18.43	17.83	16.58
Papel Comercial	18.26	7.73	8.57	8.62
Calificación MXA-1	18.22	7.83	8.33	8.41
Calificación MXA-2 y 3	19.35	9.88	10.33	10.47
Tasas Pasivas				
CCP M.N.	15.55	6.49	6.54	6.15
Pagaré Bancario a 28 Días	9.44	3.08	3.44	3.25
Cuentas de Cheques	5.53	2.38	2.42	2.34
Memorándum				
Cetes a 28 Días	17.05	6.29	7.23	7.30

Fuente: Banco de México e Infosel.

Cuadro 14 Expectativas de Crecimiento del PIB de los Estados Unidos para 2002

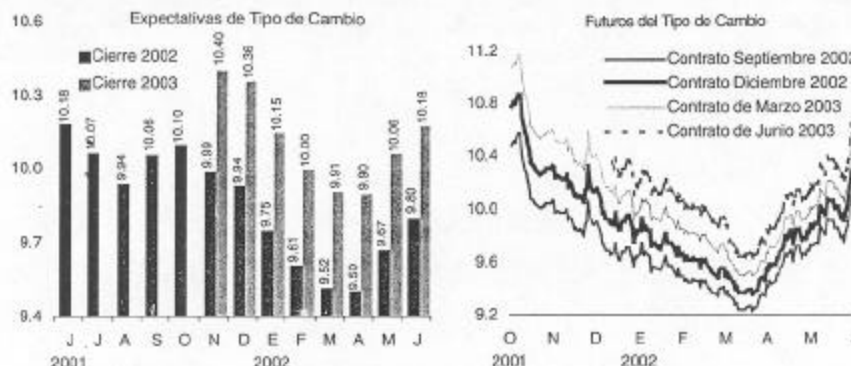
Variación trimestral anualizada en por ciento

	Principios de junio de 2002				Principios de julio de 2002			
	II	III	IV	2002	II	III	IV	2002
Consensus Forecasts ^{1/}	2.8	3.2	3.6	2.7	n.d.	n.d.	n.d.	2.8
Deutsche Bank	4.0	4.3	4.3	3.1	3.0	4.2	4.4	3.0
Goldman Sachs	3.0	2.5	2.5	2.6	2.0	2.5	2.5	2.5
JP Morgan	3.0	4.0	4.0	2.8	2.0	4.0	4.0	2.8
Promedio ^{2/}	3.3	3.6	3.6	2.8	2.3	3.6	3.6	2.8

1/ Consensus Forecasts del 10 de junio y 8 de julio de 2002. En la última publicación el pronóstico trimestral se refiere a la encuesta realizada el 10 de junio de 2002. Por ese motivo no se hace referencia al pronóstico trimestral en este documento.
2/ Promedio de los pronósticos de las corredurías de Deutsche Bank, Goldman Sachs y JP Morgan.

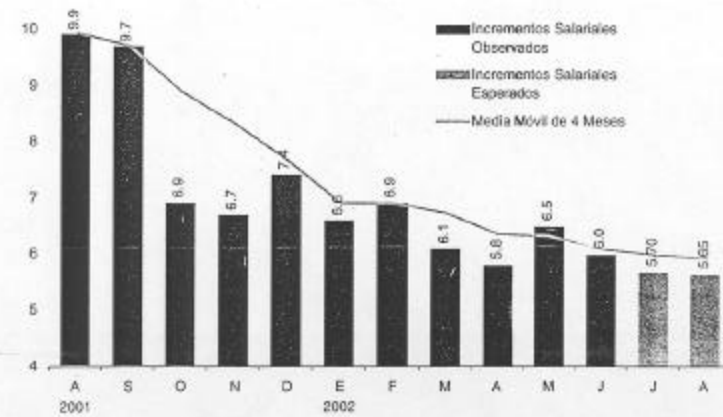
Gráfica 31 Expectativas de Tipo de Cambio y Futuros del Tipo de Cambio para el Cierre de 2002 y 2003

Pesos por dólar



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

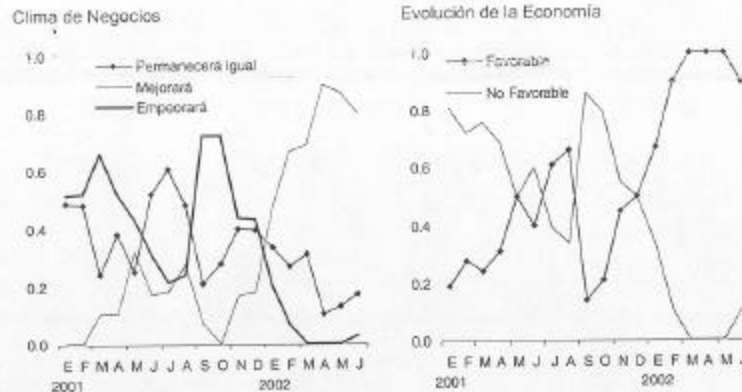
Gráfica 32 Incrementos Salariales Contractuales
Por ciento



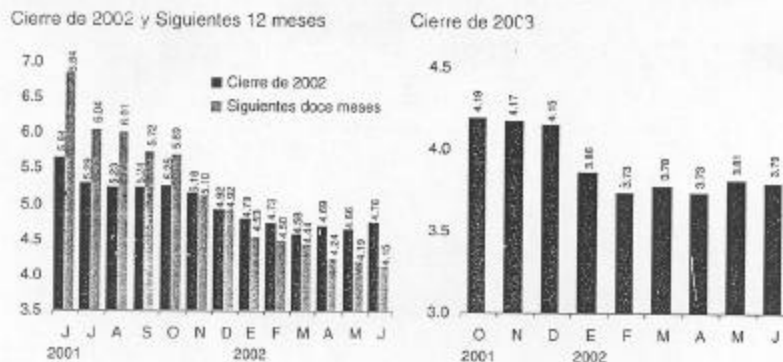
FUENTE: Secretaría del Trabajo y Previsión Social. Para julio y agosto de 2002 se tomó el dato de los pronósticos del sector privado en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado levantada por el Banco de México en junio de 2002.

Gráfica 33 Expectativas sobre el Clima de los Negocios que Prevalecerá Durante los Próximos Seis Meses y Expectativas de la Evolución de la Economía en los Próximos Seis Meses

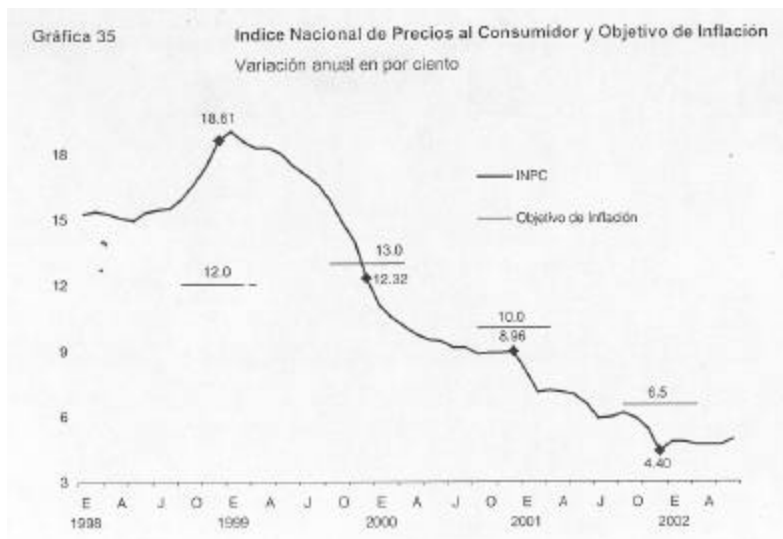
Porcentaje de respuestas



Gráfica 34 Evolución de las Expectativas de Inflación
Variación anual en por ciento



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



Cuadro 15 Objetivos de Inflación de Largo Plazo
Variación anual en por ciento

País	Objetivo de Largo Plazo	Índice
Australia ¹⁾	2 - 3%	IPC
Banco Central Europeo ²⁾	0 - 2%	IPC
Brasil ³⁾	3.75% (+, - 2.5%)	IPC
Canadá	2% (+, - 1%)	IPC
Chile	2 - 4%	IPC
Colombia ⁴⁾	6%	IPC
España ⁵⁾	2%	IPC
Finlandia ⁶⁾	2%	Subyacente
Brasil	1 - 3%	IPC
Nueva Zelanda ⁷⁾	0 - 3%	IPC
Perú	2.5% (+, - 1%)	IPC
Polonia ⁸⁾	4%	IPC
Reino Unido ⁹⁾	2.5%	IPC
República Checa	2 - 4%	IPC
República de Corea ¹⁰⁾	2.5%	Subyacente
Sudáfrica ¹¹⁾	3 - 5%	IPC
Suecia	2% (+, - 1%)	IPC
Suiza	0 - 2%	IPC
Tailandia ¹²⁾	0 - 3.5%	Subyacente

1) Objetivo sobre el promedio trimestral de la inflación a lo largo del ciclo económico; el IPC utilizado no incluye cargos por intereses.
 2) Este objetivo se considera como un techo de 2%.
 3) Objetivo a partir de 2004, el objetivo de 2003 es de 4% (+/- 2.5%).
 4) Objetivo para 2002.
 5) Antes de que entrara en vigor la Unión Monetaria Europea.
 6) El IPC 1996-2000 no incluye cargos por intereses.
 7) Objetivo a partir de 2003, para 2002 el objetivo es de 5% (+/- 1%).
 8) El IPC utilizado no incluye los cargos por intereses de hipotecas.
 9) Objetivo a partir de 2003, para 2002 el objetivo es de 2% (+/- 1%).
 10) El IPC utilizado incluye los cargos por intereses de hipotecas.
 11) El objetivo se establece sobre el promedio trimestral de la inflación.

