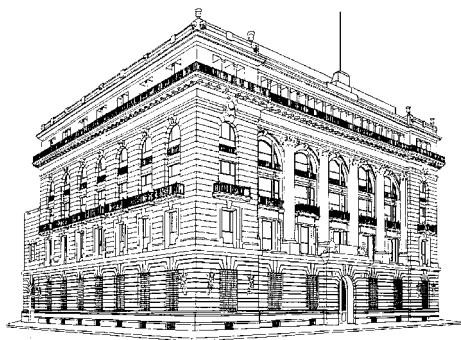


Informe sobre la Inflación

Julio – Septiembre 2002



BANCO DE MEXICO

OCTUBRE, 2002

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÚÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 25 de octubre de 2002. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

INDICE

I. Introducción	1
II. Evolución Reciente de la Inflación	4
II.1. Comportamiento de los Distintos Indicadores de Inflación	5
II.1.1. Inflación Anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente	5
II.1.2. Inflación Mensual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente	9
II.1.3. Índice Nacional de Precios Productor (INPP)	10
II.1.4. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación	11
II.2. Principales Determinantes de la Inflación	12
II.2.1. Entorno Externo	13
II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo	25
II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas	35
II.2.4. Balanza de Pagos, Flujos de Capital y Tipo de Cambio	40
II.2.5. Precios Administrados y Concertados	49
II.2.6. Resumen	50
III. La Política Monetaria Durante el Tercer Trimestre de 2002	52
III.1. Acciones de Política Monetaria	52
III.2. Agregados Monetarios y Crediticios	58
III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales Netos	58
III.2.2. Agregados Monetarios	60
III.2.3. Financiamiento al Sector Privado	64
IV. Perspectivas del Sector Privado	67
IV.1. Pronóstico sobre los Principales Determinantes de la Inflación	67
IV.2. Expectativas sobre la Inflación	69
V. Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria	70

V.1. Evolución del Esquema de Política Monetaria	70
V.2. Consideraciones para la Adopción del Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria	77
V.3. Consideraciones para la Determinación del Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria	80
VI. Balance de Riesgos y Conclusiones	85

I. Introducción

En este documento el Banco de México presenta al público el análisis que sirvió de sustento para las decisiones que en materia de política monetaria se tomaron durante el trimestre julio-septiembre de 2002. Asimismo, se delinea el escenario en el que se fundamentan los pronósticos del Instituto Central para lo que resta de 2002 y para 2003, respecto a la evolución de la inflación y de la actividad económica, y se comenta el balance de riesgos que rodea a dicho escenario.

Al cierre de septiembre, la inflación anual del INPC permaneció prácticamente en el mismo nivel en el que se encontraba al final de junio. Por otra parte, la subyacente se redujo ligeramente. Durante el tercer trimestre, la inflación anual del INPC presentó una volatilidad pronunciada mientras que la subyacente mantuvo un comportamiento estable. Lo anterior fue acorde con lo que se anticipó en el Informe sobre la Inflación correspondiente a abril-junio. Así, la variabilidad que exhibió la inflación anual general fue reflejo principalmente de la de los subíndices de los productos agropecuarios, de los precios administrados y de la educación. Por otra parte, durante el tercer trimestre la inflación anual subyacente de las mercancías disminuyó ligeramente, no obstante la depreciación que experimentó el tipo de cambio. Ello indica que, hasta el momento, no se tiene evidencia de que se haya transferido la depreciación del tipo de cambio a los precios internos.

El 23 de septiembre, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió incrementar el “corto” de 300 a 400 millones de pesos. Esta decisión tuvo una orientación prospectiva y respondió a la necesidad de modificar las condiciones monetarias con la finalidad de que sea posible alcanzar la meta de inflación de 3 por ciento a finales de 2003. Ello, aún ante las restricciones que los siguientes factores han impuesto sobre la evolución esperada de la inflación: a) la rigidez a la baja que han exhibido las expectativas de inflación para 2003; b) la relativa estabilidad de la inflación subyacente de los servicios; c) la insuficiente moderación de los incrementos nominales de los salarios contractuales; y d) un entorno internacional volátil.

En el tercer trimestre de 2002 el desempeño de la economía mexicana estuvo condicionado principalmente por los siguientes factores: la desaceleración de la producción industrial en los Estados Unidos y la creciente preocupación sobre el curso futuro de la economía de ese país; el aumento en la aversión al riesgo en los mercados internacionales de capital; el deterioro de la percepción del riesgo país para América Latina; y el pesimismo que prevalece en cuanto al avance de la reforma estructural en México. Sin embargo, cabe destacar que ante la volatilidad financiera internacional y la debilidad de la economía mundial, los mercados financieros nacionales han mostrado un comportamiento favorable. Debido a los efectos adversos de los factores mencionados, se espera que la variación anual del PIB en el tercer trimestre haya sido de alrededor de 2.0 por ciento, cifra menor que la anticipada originalmente. Como consecuencia de lo señalado, durante el tercer trimestre se observó una desaceleración de la creación de empleos y un aumento de la tasa de desempleo. En suma, en el periodo que se reporta se observó una pérdida de vigor de la incipiente recuperación que comenzó en los primeros meses del año.

En lo que concierne a la inflación en lo que resta de 2002, se espera que la subyacente se mantenga relativamente constante. Por tanto, la inflación general estará determinada por la trayectoria de los precios de los productos agropecuarios –que es difícil de precisar por lo volátil de los mismos– y por el curso de los precios administrados y concertados –que está influido por los vaivenes de las cotizaciones internacionales de ciertos productos, como el gas. En todo caso, conviene recordar que durante los últimos dos meses de 2001 los precios de los productos agropecuarios resultaron atípicamente bajos y que la variación de los precios administrados en diciembre fue negativa. Como consecuencia de lo anterior, al cierre del presente año podría observarse un efecto alcista de corte estadístico. Es decir, el fenómeno que en 2001 permitió que la inflación general anual cerrara por debajo de la meta y de la inflación subyacente, en el presente año tendería a ubicar a la inflación general por encima de la subyacente. Por añadidura, es oportuno señalar que el alza no prevista de los precios administrados, realizada a principios de 2002, representó un factor de desviación inicial con respecto al objetivo

De tener lugar una divergencia de la inflación anual con relación a la meta de 4.5 por ciento, sería atribuible en su totalidad a los elementos señalados y, por ello, tendría carácter temporal. Si los precios públicos se fijan con la intención de lograr una inflación de 3 por ciento en 2003, en el primer semestre del año próximo

podría registrarse una rápida convergencia de la inflación general hacia la subyacente.

En esta edición del Informe sobre la Inflación se incluye un capítulo en el cual se establece que, en 2003 y en los años subsecuentes, las decisiones de política monetaria de la Junta de Gobierno del Banco de México se darán a conocer en fechas predeterminadas. Asimismo, en dicho capítulo se explican las razones por las que la Junta de Gobierno del Banco de México ha considerado conveniente introducir mecanismos de comunicación adicionales que le permitan aumentar la frecuencia y oportunidad de la información que dirige al público. La Junta de Gobierno del Banco de México abriga la convicción de que este nuevo elemento de su régimen de política monetaria contribuirá a aumentar la efectividad de ésta y a consolidar los logros alcanzados en los últimos años en cuanto a la reducción de la inflación.

II. Evolución Reciente de la Inflación

Durante el tercer trimestre de 2002 los precios mostraron una trayectoria acorde con la prevista en el Informe sobre la Inflación anterior. La inflación anual del INPC presentó altibajos mientras que la subyacente anual mostró un comportamiento estable. Sin embargo, ambas terminaron el trimestre en un nivel similar al del cierre del anterior. En consecuencia, la volatilidad que exhibió la inflación anual general fue reflejo principalmente de la trayectoria de los subíndices de precios que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente. En el periodo a que se refiere este Informe, lo más destacable sobre la evolución de los precios fue lo siguiente:

- (a) La inflación anual del INPC terminó prácticamente en el mismo nivel que en junio. Por otra, la subyacente bajó ligeramente;
- (b) No obstante la depreciación que experimentó el tipo de cambio en el trimestre, la inflación subyacente anual de las mercancías disminuyó;
- (c) La inflación subyacente anual de los servicios también se redujo. En el transcurso del año el descenso de la inflación anual de este subíndice ha sido modesto, debido principalmente al incremento que ha tenido la tasa de crecimiento de los precios de tres rubros importantes: la vivienda propia, la renta de vivienda y los seguros de automóvil;
- (d) La inflación anual del subíndice de los precios administrados continuó en ascenso, ubicándose al cierre del tercer trimestre en 12.93 por ciento, la mayor registrada por cualquiera de los grandes componentes del INPC;
- (e) La inflación anual de los servicios educativos disminuyó, pero aún se encuentra en un nivel demasiado elevado con relación a la inflación general y a la subyacente;
- (f) La inflación anual de los principales renglones que integran el INPC experimentó asimismo fluctuaciones como consecuencia de los nuevos ponderadores del

INPC, que entraron en vigor con la actualización de su base; y

- (g) La inflación anual del INPP sin petróleo y sin servicios aumentó en el periodo, sin que se tenga evidencia de que esta influencia se transfiriera al INPC.

II.1. Comportamiento de los Distintos Indicadores de Inflación

En esta sección se analiza la evolución durante el periodo julio-septiembre de 2002 de los principales índices de precios que calcula el Banco de México.

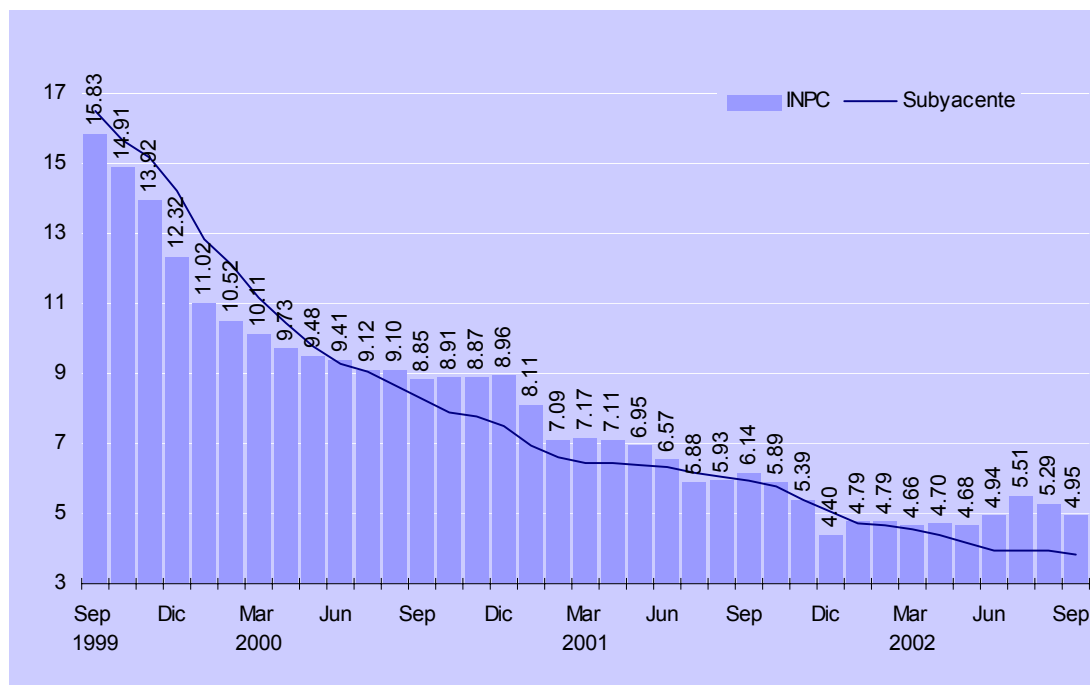
II.1.1. Inflación Anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente

Al cierre del tercer trimestre de 2002 la inflación general se ubicó en 4.95 por ciento, 0.01 puntos porcentuales por encima de la observada al cierre del trimestre anterior (Gráfica 1). Sin embargo, tal como se anticipó en el Informe sobre la Inflación correspondiente al segundo trimestre, la tasa de crecimiento del INPC resultó bastante volátil en el periodo. En julio aumentó 0.57 puntos porcentuales y en los dos meses posteriores descendió gradualmente. Dicho comportamiento es atribuible a los movimientos que registraron los subíndices de los productos agropecuarios y de los precios administrados por el sector público.

Gráfica 1

Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente

Variación anual en por ciento



Acorde con lo previsto, la inflación subyacente disminuyó ligeramente. En septiembre de 2002 ésta se ubicó en 3.85 por ciento, lo que implicó una reducción de 0.11 puntos porcentuales respecto a la registrada en junio (Gráfica 1). Esta disminución ocurrió principalmente en septiembre y fue menor que la que se observó en el trimestre precedente. Dicho resultado se explica porque la tasa de crecimiento del subíndice de precios subyacente de los servicios continuó mostrando una cierta rigidez a la baja, en un contexto en que la inflación anual de las mercancías ya ha alcanzado un nivel muy reducido. Cabe señalar que el reportado es el tercer trimestre consecutivo en que la inflación subyacente resulta menor que la general, con lo que la brecha entre ellas se amplió levemente.

De nuevo, en el tercer trimestre de 2002 se incrementó la inflación del subíndice de los precios administrados. En septiembre ésta resultó de 12.93 por ciento, lo que contrastó desfavorablemente con la de 7.27 por ciento en junio (Cuadro 1). En esta ocasión, el aumento tuvo su origen en una elevación del precio del gas doméstico entre junio y septiembre, de 16.27 puntos porcentuales. Por otra parte, las tasas de incremento de los precios de la educación privada y de los productos agropecuarios

disminuyeron significativamente en el trimestre analizado. En el primer caso la inflación pasó de 13.16 por ciento en junio a 10.10 por ciento en septiembre; en cuanto a la segunda, la disminución fue de 5.15 a 2.38 por ciento.

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

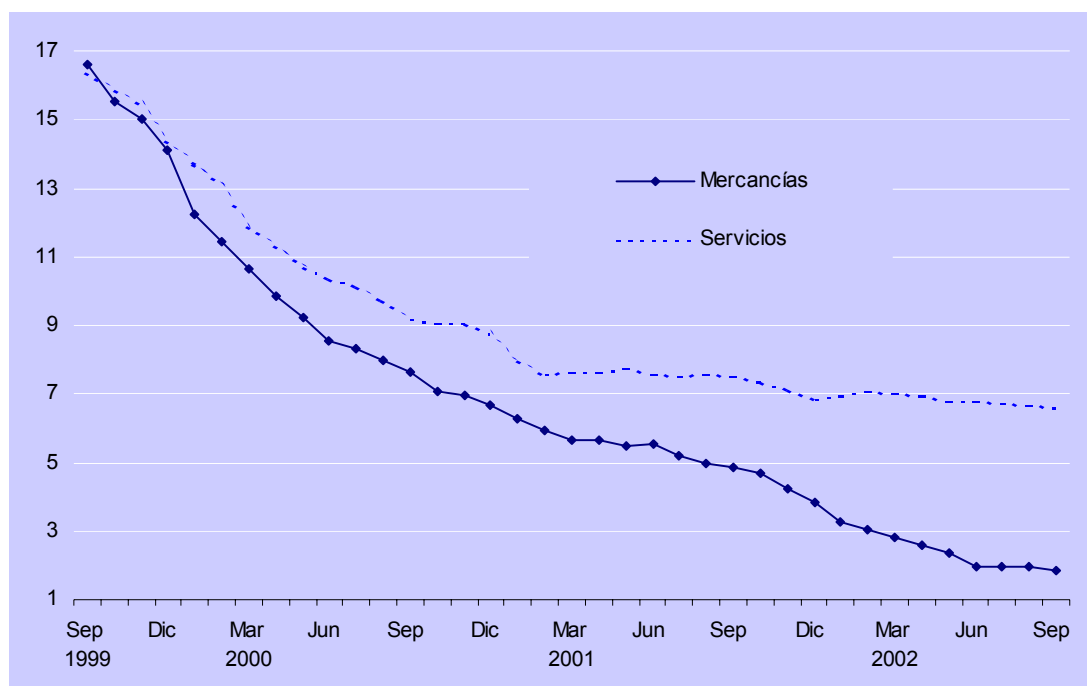
	Variaciones anuales			Variaciones trimestrales		
	Sep 2002/	Jun 2002/	Sep 2001/	Sep 2002/	Jun 2002/	Sep 2001/
	Sep 2001	Jun 2001	Sep 2000	Jun 2002	Mar 2002	Jun 2001
INPC	4.95	4.94	6.14	1.27	1.24	1.27
Subyacente	3.85	3.96	5.93	0.63	0.71	0.73
Mercancías	1.85	1.99	4.85	0.17	0.20	0.31
Servicios	6.61	6.81	7.52	1.17	1.43	1.35
Agropecuarios	2.38	5.15	6.63	2.23	5.27	4.99
Frutas y Verduras	5.90	12.82	5.91	3.79	16.34	10.58
Carne y Huevo	0.04	0.42	7.13	1.15	-1.25	1.54
Educación	10.10	13.16	14.06	8.76	0.20	11.78
Administrados y Concertados	9.23	6.93	5.06	1.06	0.95	-1.07
Administrados	12.93	7.27	2.59	1.85	1.00	-3.26
Concertados	6.41	6.66	7.01	0.41	0.91	0.64

La inflación subyacente de las mercancías tuvo un comportamiento estable durante los primeros dos meses del trimestre, pero en el último experimentó una reducción. Ello, aún cuando durante este trimestre y el anterior el tipo de cambio se depreció. Así, la tasa de crecimiento del subíndice de precios subyacente de las mercancías descendió de 1.99 en junio a 1.85 por ciento en septiembre. Lo anterior sugiere que la intensidad del traspaso de la depreciación del tipo de cambio a estos precios se ha debilitado. Por otra parte, la inflación subyacente de los servicios disminuyó a un ritmo lento, similar al que presentó en el segundo trimestre, manteniéndose en un nivel superior a la de las mercancías (Gráfica 2). Al finalizar el tercer trimestre la inflación subyacente de los servicios se ubicó en 6.61 por ciento, es decir 0.20 puntos porcentuales menor que al cierre del segundo.

Gráfica 2

Indices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios

Variación anual en por ciento

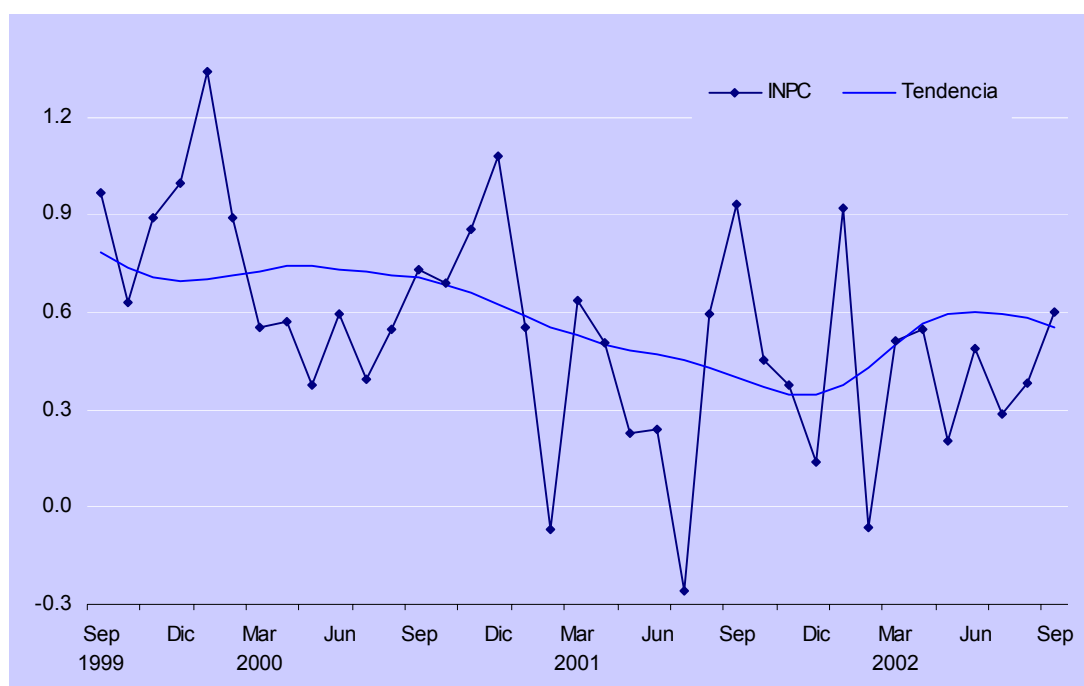


La inflación subyacente de las mercancías mostró en los primeros nueve meses del año una reducción de 2 puntos porcentuales. En contraste, en ese mismo lapso la de los servicios disminuyó tan sólo 0.26 puntos porcentuales. La inflexibilidad a la baja de la inflación en el sector de los servicios no fue un fenómeno generalizado, sino que se concentró en un número reducido de genéricos. Estos fueron los seguros de automóvil, la vivienda propia y la renta de vivienda. En el caso de los seguros de automóvil, la inflación anual entre diciembre de 2001 y septiembre de 2002 tuvo un incremento de 14.17 puntos porcentuales, para la vivienda propia el aumento fue de 0.59 puntos porcentuales y para la renta de vivienda resultó de 1.61 puntos porcentuales. Aunque el repunte de la vivienda, tanto propia como rentada, no fue muy pronunciado, su importancia radica en la alta ponderación que tiene este renglón en el INPC (11.97 por ciento en cuanto a la vivienda propia y 2.52 por ciento en el de la renta de vivienda). En contraste, la inflación del resto de los servicios que integran el subíndice de precios analizado bajó 1.65 puntos porcentuales entre diciembre de 2001 y septiembre de 2002.

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

La inflación general en julio, agosto y septiembre de 2002 se ubicó respectivamente en 0.29, 0.38, y 0.60 por ciento (Gráfica 3). La variación que se registró en julio resultó muy superior a la de igual mes de 2001 (-0.26 por ciento). Por el contrario, en agosto y septiembre la inflación fue menor que la observada durante los mismos meses del año anterior. La tendencia de la inflación mensual general se revirtió, en contraste con la trayectoria creciente observada en el trimestre precedente.

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



La inflación del INPC esperada por los analistas del sector privado al inicio del trimestre resultó menor que la efectivamente obtenida en el periodo julio-septiembre. Como se verá más adelante, esto tuvo un impacto negativo sobre las expectativas de inflación para el cierre de 2002 (Cuadro 2).

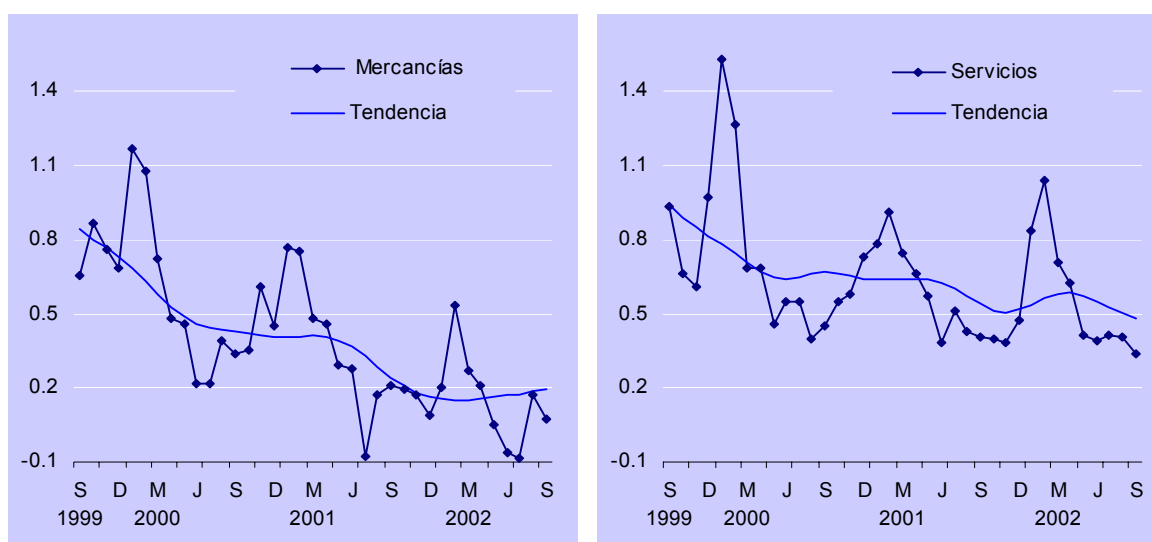
Cuadro 2 **Inflación Mensual Observada y Esperada**
Por ciento

	2002		2001	
	Observada	Esperada ^{1/}	Observada	Esperada ^{1/}
Julio	0.29	0.22	-0.26	0.41
Agosto	0.38	0.32	0.59	0.48
Septiembre	0.60	0.50	0.93	0.78

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

En el tercer trimestre de 2002, la serie de tendencia de la inflación subyacente de las mercancías aumentó, mientras que la de los servicios se redujo (Gráfica 4).

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



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

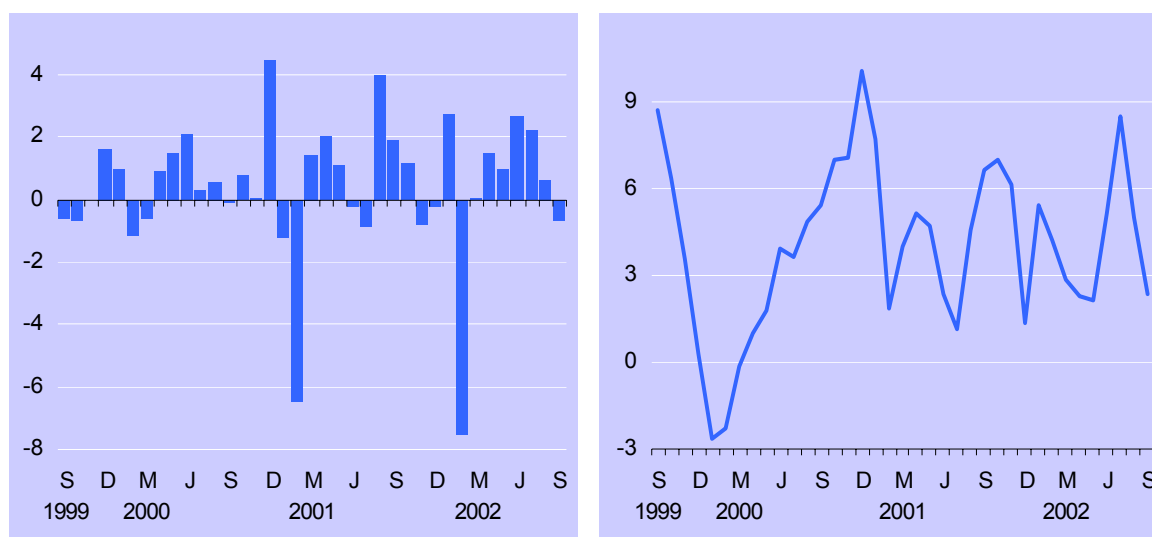
Al final del tercer trimestre de 2002, la inflación anual del INPP sin petróleo y sin servicios se ubicó en 4.19 por ciento. Ello implicó un aumento de 0.33 puntos porcentuales con respecto al nivel alcanzado en junio. Este incremento estuvo asociado con la depreciación del tipo de cambio ocurrida entre julio y septiembre del presente año, ya que los bienes de exportación que forman parte de este índice se valúan en dólares. En el pasado, las variaciones de la inflación anual del INPP sin petróleo y sin servicios han precedido a las del subíndice subyacente de las mercancías. Sin

embargo, aún no hay evidencia de que el repunte de la inflación de este índice se haya traspasado a la inflación de las mercancías.

II.1.4. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación

El subíndice de precios de los productos agropecuarios continuó mostrando una elevada volatilidad en el trimestre reportado. En dicho periodo se revirtió el incremento que tuvo este subíndice en el segundo trimestre. En septiembre la inflación anual de este rubro resultó de 2.38 por ciento, mientras que en junio y marzo había sido de 5.15 y 2.85 por ciento, respectivamente (Gráfica 5). La reversión observada obedeció en buena parte a la inflación mensual negativa que registró este subíndice en septiembre. El precio de un producto que por su volatilidad y alta ponderación resultó relevante para explicar el fenómeno descrito fue el del jitomate, que tuvo en el trimestre una reducción de 15.64 puntos porcentuales. Asimismo, otros productos cuyos precios destacaron por experimentar una disminución importante en el trimestre fueron el tomate verde (10.35 por ciento) y la papa (7.92 por ciento).

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

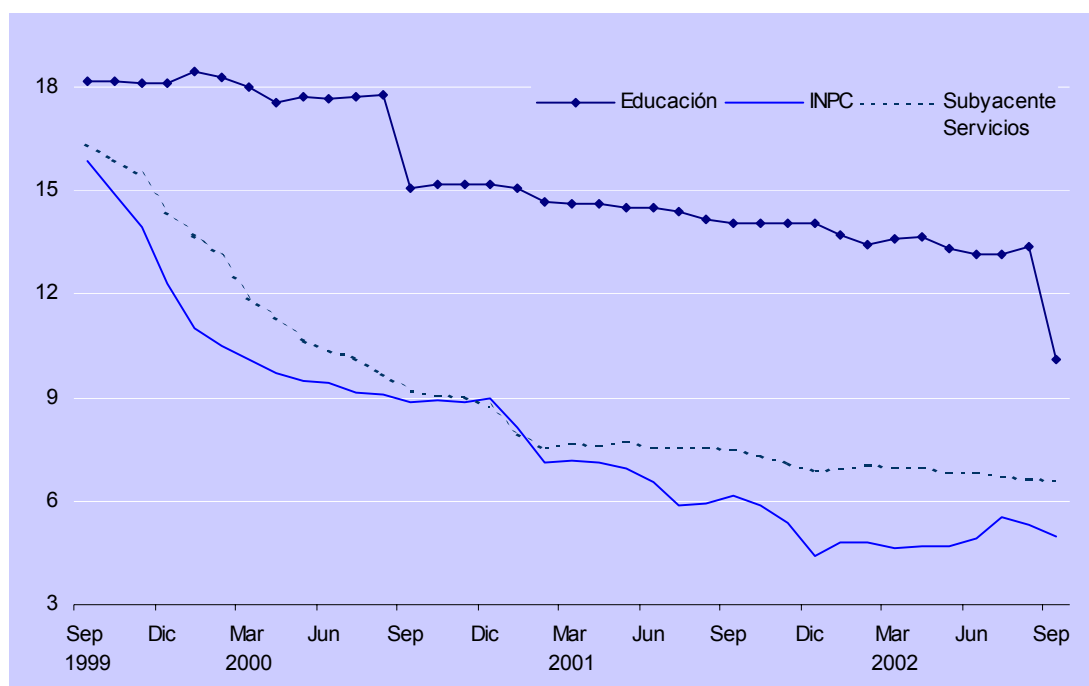


En septiembre de 2002 la inflación anual del subíndice de precios de la educación fue de 10.10 por ciento, es decir 3.96 puntos porcentuales menor que la registrada en igual mes de 2001 (Gráfica 6). Aun cuando esta disminución fue significativa y más pronunciada que la que se observó en el año anterior, la inflación anual de este subíndice todavía se encuentra muy por encima de la

del INPC, así como de la subyacente de los servicios. La elevada inflación anual del subíndice de precios de la educación no se explica por un rezago en el precio relativo de dicho servicio, ya que éste se ubica en uno de los niveles más altos en su historia. Tal vez sea el reflejo de una importante expansión de la demanda de educación privada, la cual amerita ser estudiada con mayor atención.

Gráfica 6 **Índices de Precios de la Educación, INPC y Subyacente de los Servicios**

Variación anual en por ciento



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 pudiesen derivarse 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 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

Durante el tercer trimestre de 2002 la trayectoria de las variables externas que influyen sobre la marcha de la economía mexicana fue en general adversa. La evolución de los indicadores de la actividad económica estadounidense resultó, en balance, negativa. La recuperación de la economía de aquel país sigue su marcha, aunque con lentitud y acompañada de considerable incertidumbre. En particular, en los últimos meses los mercados financieros de los Estados Unidos y de otros países han sufrido fuertes retrocesos, lo cual ha dado lugar a preocupaciones acerca del comportamiento futuro de los consumidores. Asimismo, las perspectivas en América Latina siguieron débiles durante el tercer trimestre, especialmente para los países del Mercosur. Como un contrapeso parcial a estos efectos desfavorables, el principal elemento favorable –en el corto plazo– fue el fortalecimiento de los precios del petróleo. Así, el precio por barril de la mezcla mexicana de petróleo se ubicó en 23.95 dólares en promedio durante el periodo, lo que representó un aumento de casi 7 por ciento con respecto al observado en el segundo trimestre.

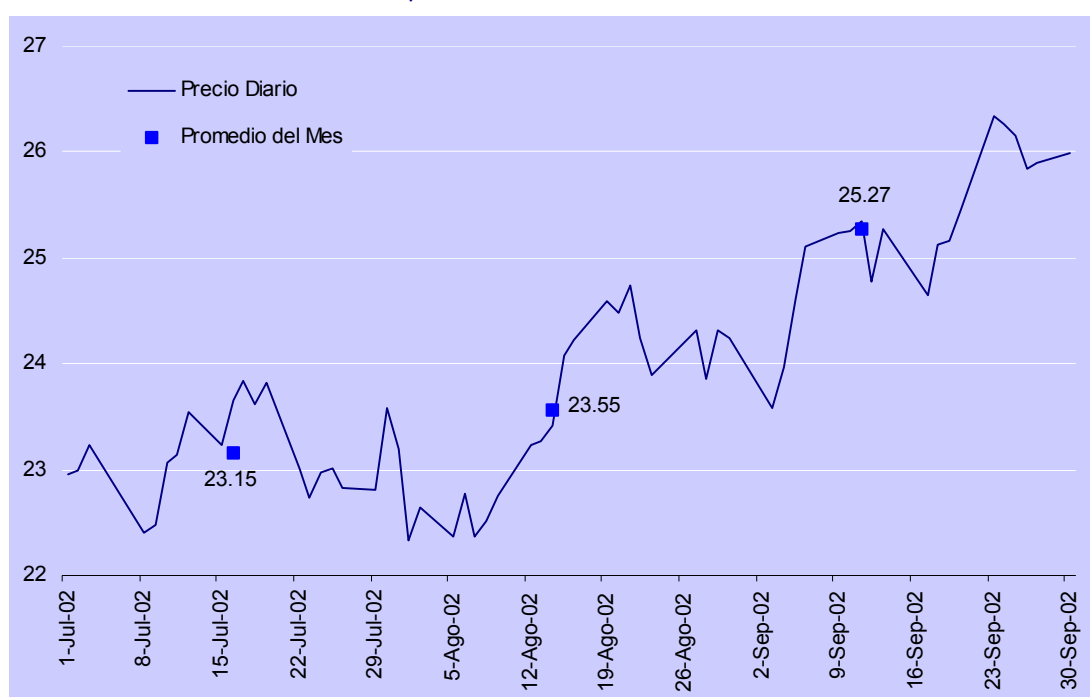
II.2.1.1. Precio del Petróleo

El precio promedio del crudo WTI resultó de 28.35 dólares por barril en el tercer trimestre de 2002, 2.06 dólares mayor que en el segundo trimestre y 2.02 dólares superior a la media de los precios a futuro para entrega en julio, agosto y septiembre contratados el 24 de junio de 2002. Durante la mayor parte del tercer trimestre los movimientos de este precio redundaron en una tendencia alcista. Consecuentemente, al final de septiembre, el barril del crudo WTI alcanzó una cotización de 30.62 dólares, muy por encima de la de 26.27 dólares a la que se contrataba a fines de junio de 2002 para entrega en septiembre del presente año.

Quizás el principal factor detrás del aumento del precio del petróleo en el periodo de análisis haya sido la creciente probabilidad de un ataque militar a Iraq por parte de los Estados Unidos. Con todo, algunos analistas señalan también factores más

“fundamentales”. Destacan entre estos últimos la fuerte demanda de combustibles en los Estados Unidos durante los meses del verano; el nivel relativamente bajo de los inventarios de algunos productos en aquel país (especialmente del aceite para la calefacción, que debería estar aumentando conforme se acerca el otoño); la decisión de la OPEP, tomada a mediados de septiembre, de no incrementar su producción; y la reducción temporal de la extracción de crudo en el Golfo de México causada por el huracán Isidore.

Gráfica 7 Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo de Exportación
Dólares por barril



Fuente: Reuters.

En el periodo julio-septiembre de 2002, el precio de la mezcla mexicana de petróleo se ubicó en promedio en 23.95 dólares por barril, 1.52 dólares más alto que durante el segundo trimestre. Esta cotización cerró el tercer trimestre en 25.98 dólares, nivel superior en 3.37 dólares al que tuvo hacia fines de junio. En este lapso, la diferencia entre el precio de la mezcla mexicana y el del crudo WTI osciló entre 3.62 y 6.17 dólares por barril, alcanzando su mayor amplitud a finales de agosto (Gráfica 7).

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

La recuperación de la economía estadounidense se debilitó durante el tercer trimestre de este año. A pesar de que la tasa de crecimiento del PIB real seguramente superará a la observada en el abril-junio, los factores responsables de dicha expansión son en buena medida transitorios o endebles. Asimismo, nuevas amenazas a la recuperación surgieron en el curso del tercer trimestre. La posibilidad de una guerra contra Iraq ha contribuido a agudizar la fragilidad de los mercados financieros, cuya caída acumulada parece ya haber comenzado a surtir efectos adversos sobre el consumo de las familias. Los escenarios base de los distintos analistas aún contemplan un repunte de la economía de los Estados Unidos, pero prevén que la reactivación será menos vigorosa y que enfrentará mayores riesgos a la baja que hace un trimestre. Por esas razones, aunque en lo que ha transcurrido del año la Reserva Federal ha mantenido sin cambio su instrumento de política monetaria, los analistas coinciden en pronosticar nuevas reducciones de la tasa de interés de referencia, al tiempo que han revisado a la baja sus pronósticos de crecimiento para los trimestres tercero y cuarto de 2002.

En el segundo trimestre la tasa de crecimiento del PIB real de los Estados Unidos¹ fue de 1.3 por ciento, lo que representó una desaceleración con respecto al primer trimestre más pronunciada que la esperada por los mercados hace algunos meses. Al igual que en enero-marzo, las principales contribuciones al crecimiento durante el segundo trimestre provinieron del consumo privado, de la recuperación de los inventarios y del gasto público. Sin embargo, en todos los casos dichos elementos fueron menos robustos que en el primer trimestre. En particular, en el segundo trimestre el consumo privado y el gasto público crecieron a tasas respectivas de 1.8 y 1.4 por ciento, en comparación con las correspondientes tasas de 3.1 y 5.6 por ciento en el primero.

Los principales indicadores contemporáneos y adelantados del comportamiento de la demanda y de la oferta agregadas en la economía de los Estados Unidos tuvieron una evolución mixta durante el tercer trimestre de 2002. Entre los aspectos principales (tanto negativos como positivos) del panorama reciente destacan los siguientes:

- (a) El debilitamiento significativo de la confianza de los consumidores. Así, el índice de la Universidad de

¹ Se refiere al crecimiento (medido a tasa anualizada) del producto ajustado estacionalmente.

Michigan pasó de un promedio de 94 unidades en el segundo trimestre de 2002 a 87 en el tercero;

- (b) La encuesta del Institute for Supply Management, un indicador adelantado de la actividad industrial, alcanzó niveles relativamente bajos, de 50.5, 50.5, y 49.5 por ciento en julio, agosto y septiembre, respectivamente. En contraste, este indicador había registrado un nivel de 56.2 por ciento en junio;
- (c) Los nuevos pedidos de bienes durables mostraron variaciones mensuales de 8.6 en julio y de -0.6 por ciento en agosto;
- (d) La variación mensual del índice de la producción industrial (desestacionalizado) disminuyó de 0.6 por ciento en junio a 0.4 por ciento en julio, a -0.3 por ciento en agosto, y a -0.1 por ciento en septiembre;
- (e) Los índices bursátiles retrocedieron marcadamente a lo largo del tercer trimestre. Lo anterior fue reflejo, entre otros factores, de los escándalos contables en algunas de las principales empresas de los Estados Unidos y de una creciente preocupación por una acción bélica contra Iraq. Así, el índice Dow Jones llegó a 7,528 puntos el 4 de octubre, su nivel más bajo en los últimos cinco años;
- (f) El indicador de inicios de construcción de viviendas alcanzó en julio y agosto un promedio de 1.627 millones de unidades (dato anualizado y desestacionalizado), muy cercano al nivel de 1.667 millones observado en el segundo trimestre;
- (g) El consumo personal real creció a tasas mensuales respectivas de 0.4, 1.0 y 0.3 por ciento en junio, julio y agosto. Una tendencia similar mostró el índice desestacionalizado de ventas al menudeo, el cual aumentó 1.4, 1.2, y 0.6 por ciento en los mismos meses. En septiembre las ventas al menudeo cayeron 1.2 por ciento; y
- (h) Los saldos de los inventarios mostraron tendencias positivas entre el segundo y el tercer trimestre. Así, durante junio y julio, respectivamente, los de las empresas subieron 0.3 y 0.4 por ciento, mientras que los de los mayoristas crecieron 0.4 y 0.6 por ciento. En agosto, sin embargo, los inventarios perdieron impulso, con los de las

empresas decreciendo 0.1 por ciento y los de los mayoristas mostrando un alza de 0.2 por ciento.

Cuadro 3

Pronósticos del Crecimiento del PIB de los Estados Unidos

Variación anual en por ciento

	Principios de julio 2002		Principios de octubre 2002	
	III/2002	2002	III/2002	2002
Consensus Forecasts ^{1/}	n.d.	2.8	n.d.	2.4
Deutsche Bank	4.2	3.0	3.0	2.3
Goldman Sachs	2.5	2.5	3.5	2.4
JP Morgan	4.0	2.8	4.0	2.5

^{1/} Consensus Forecasts del 8 de julio y del 9 de septiembre 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.

Las expectativas de crecimiento para la economía de los Estados Unidos en el tercer trimestre de 2002 se encuentran entre 3 y 4 por ciento (tasa anualizada). Este desempeño resultaría más favorable que el observado en el segundo trimestre, pero obedecería en parte a factores de naturaleza temporal. Uno de los más importantes fue el alto volumen de ventas de automóviles en julio y agosto, que respondió a los paquetes de incentivos ofrecidos por las armadoras y distribuidoras. Es probable que muchas de esas ventas hayan representado adelantos de compras y, por esta razón, es difícil que se mantengan en niveles tan elevados. Igualmente, el crecimiento económico en el tercer trimestre habría estado influido por una evolución favorable de la balanza comercial, apoyada en un descenso temporal de las importaciones no petroleras y en un incremento de la exportación de aeronaves. Tomando en cuenta la transitoriedad de estos factores, los analistas prevén un crecimiento real de entre 2.3 y 2.5 por ciento para el año en su conjunto, lo que implica una revisión a la baja con respecto a los pronósticos de tres meses antes. En particular, en su *Panorama Económico Mundial* de septiembre el FMI redujo el crecimiento estimado de los Estados Unidos para 2002 y 2003 en 0.1 y 0.8 puntos porcentuales, respectivamente, con relación al reportado en el *Panorama* de abril² (Cuadro 3). Consecuentemente, durante el resto del año,

² La modesta reducción del pronóstico oficial del FMI para 2002 se explica por la baja frecuencia de estos ejercicios. La estimación en el *Panorama Mundial* de abril incorporaba expectativas de crecimiento para el primer trimestre (alrededor de 5.1 por ciento) que fueron rebasadas por los datos preliminares (hasta de 6.1 por ciento) dados a conocer después de la aparición de dicha edición del *Panorama Mundial*. Con base en esa información preliminar, los analistas de mercado revisaron al alza sus pronósticos de crecimiento para el año. Las estimaciones definitivas del crecimiento en el primer trimestre, ya incorporadas en el *Panorama Mundial* de septiembre, lo han devuelto a niveles similares a los de las expectativas que se tenían en abril (5 por ciento), contribuyendo a que los analistas modificaran a la baja sus pronósticos para el año. La previsión del *Panorama Mundial*, al no haber sido modificada al alza, no requería ser revisada a la baja en la misma medida que los pronósticos de los analistas privados.

puede esperarse una modificación de las contribuciones al crecimiento de los distintos componentes de la demanda, como se indica a continuación:

- (a) Es previsible que la contribución del consumo privado al crecimiento del PIB continúe reduciéndose. A pesar del incremento en el valor de las viviendas, que constituye el principal componente de la riqueza de las familias, la proporción patrimonio-ingreso ha seguido descendiendo a causa del desplome de los mercados accionarios. En consecuencia, ya comienzan a detectarse indicios de que muchas familias buscan elevar sus tasas de ahorro para recomponer dicho cociente³;
- (b) Si bien algunos analistas esperan una reactivación moderada de la inversión privada, esto parece poco probable. Aunque el coeficiente capital-producto ha disminuido, los índices de capacidad ociosa de las empresas son todavía relativamente altos. Esto dificulta un repunte sólido de la inversión, aun en el actual contexto de tasas de interés bajas, especialmente en vista de que la causa de la recesión fue una contracción de la inversión deseada;
- (c) La recuperación de los inventarios seguirá contribuyendo al crecimiento del PIB durante este año, pero quizás en menor medida que durante la primera mitad de 2002; y
- (d) El sesgo expansionista de la política fiscal podría acentuarse como resultado de incrementos en el gasto público asociados con una guerra contra Iraq (el eventual costo de dicha operación militar es motivo de especulación entre los observadores). Algunos pronósticos recientes señalan que el déficit público federal podría acercarse a 2 por ciento del PIB en 2002.

Una de las principales fuentes de incertidumbre en cuanto a la recuperación es la ambigüedad de la evidencia relativa a la reactivación del mercado laboral. Por una parte, la tasa de desempleo abierto ha disminuido gradualmente en los Estados Unidos, llegando en septiembre a 5.6 por ciento, es decir, 0.3 puntos porcentuales menos que en junio. En contraste, el número de nuevas solicitudes de seguro de desempleo por semana, que

³ Sin embargo, en septiembre los índices de refinanciamiento de viviendas alcanzaron sus máximos históricos. Este hecho es importante porque muchas de las operaciones de refinanciamiento se han venido pactando de modo tal que la deuda de las familias aumenta, proporcionando a éstas liquidez adicional que podría ser utilizada para financiar un mayor consumo.

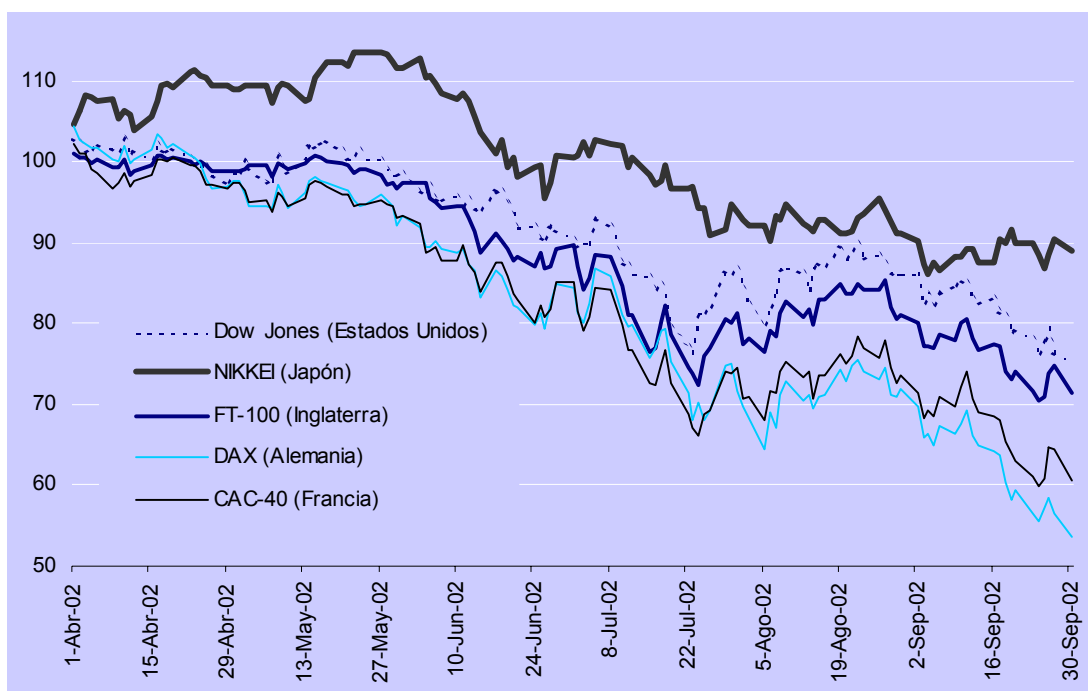
durante julio se mantuvo en un nivel promedio de 387 mil (igual que a finales de junio), subió a 397 mil en promedio en agosto y a 425 mil en septiembre. De igual manera, el empleo no agrícola, después de registrar un incremento de más de 100 mil puestos de trabajo en agosto, retrocedió 43 mil plazas en septiembre. La debilidad de la reactivación del mercado laboral constituye un factor de riesgo para los pronósticos del consumo privado.

Otro elemento de riesgo para la recuperación proviene de la creciente probabilidad de una guerra entre los Estados Unidos e Iraq. Si bien como resultado de este conflicto el gasto público se incrementaría, también aumentarían los precios del petróleo. Ante esta perspectiva, la caída de los mercados financieros, ya golpeados por una sucesión de escándalos corporativos, se agudizó en septiembre (Gráfica 8). Como se ha observado, comienza a percibirse un efecto negativo sobre el consumo a causa de la pérdida de riqueza financiera. Más aún, es muy difícil predecir los diversos costos y la duración de una guerra.

Gráfica 8

Principales Índices Bursátiles: Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia e Inglaterra

(2 de enero 2002=100)



Fuente: Reuters

Durante los primeros nueve meses de 2002 la Reserva Federal no modificó la tasa objetivo de fondos federales. Esta

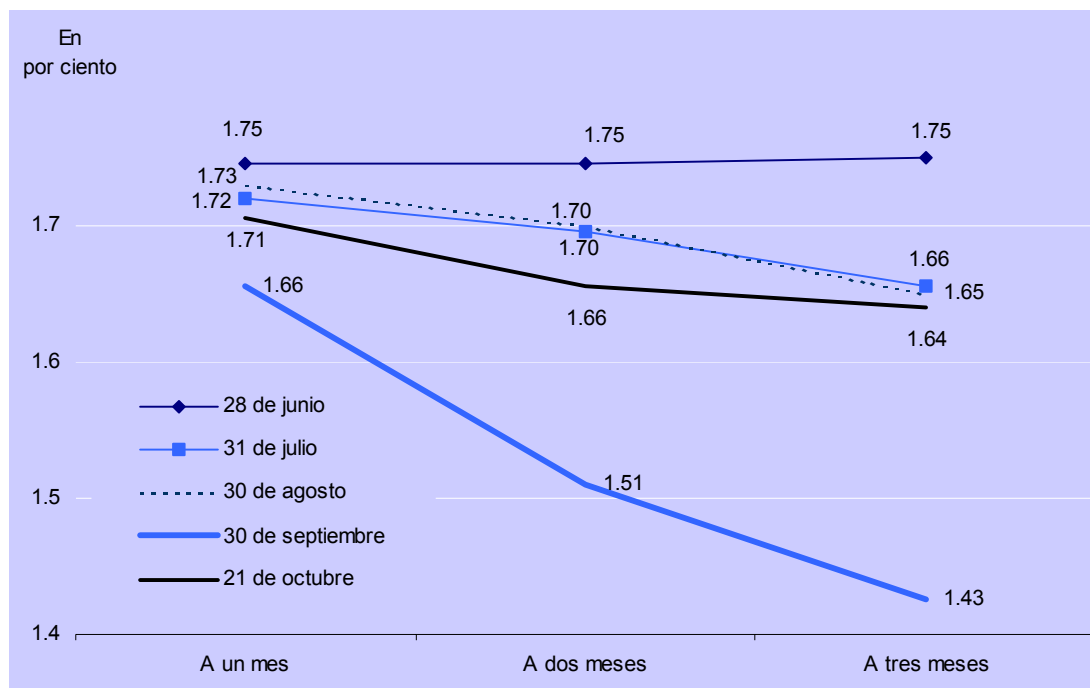
decisión, sin embargo, es congruente con percepciones que han ido cambiando gradualmente a lo largo del año. Así, durante el período enero-marzo, los indicadores económicos sugerían de forma cada vez más clara que la economía repuntaría en el primer trimestre, y esto motivó que la Reserva Federal dejara sin cambio la tasa de interés de referencia, la cual había estado recortando a lo largo de 2001. Sin embargo, durante el segundo y tercer trimestres de 2002 la recuperación vino acompañada por señales de debilidad, especialmente en los mercados laboral y financiero. En este periodo, la decisión de la Reserva Federal de no incrementar la tasa de interés se sustentó inicialmente en los bajos niveles de inflación prevalecientes en los Estados Unidos⁴, en la lenta recuperación del empleo y en la preocupación sobre los efectos de una eventual perturbación negativa sobre la demanda. En junio dos factores adicionales entraron en el cálculo de la Reserva Federal con signos opuestos: la depreciación del dólar frente al euro y la volatilidad en los mercados bursátiles causada por los escándalos corporativos. Pero, más recientemente, la desaceleración del consumo y el persistente declive de los indicadores bursátiles han comenzado a llevar el balance de riesgos a terreno negativo, como lo revela el hecho de que algunos integrantes del Comité de Operaciones de Mercado hayan disentido de la opinión mayoritaria durante la reunión de septiembre. Debido al carácter mixto de las noticias sobre la evolución de la economía de los Estados Unidos, las opiniones de los analistas se encuentran divididas en cuanto a la posibilidad de que se presente una nueva reducción en el futuro cercano de la tasa de interés que fija la Reserva Federal. Lo anterior se ha reflejado en los cambios que han experimentado los futuros sobre la tasa de fondos federales de ese país (Gráfica 9).

⁴ El índice de precios al consumidor creció 1.7 por ciento entre agosto de 2001 y el mismo mes de 2002; la inflación subyacente en igual periodo fue de 2.4 por ciento.

Gráfica 9

Contrato a Futuro de la Tasa de Fondos Federales de los Estados Unidos durante 2002 (Cierre de mes)

En por ciento



Fuente: Bloomberg

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

Al igual que en los Estados Unidos, en la zona del euro las economías han acusado un ritmo de recuperación más lento que el anticipado originalmente. Un trimestre atrás, los analistas pronosticaban tasas de crecimiento real alrededor de 3.7 por ciento para los dos últimos trimestres de 2002, con lo cual el producto aumentaría 1.3 por ciento en el año en su conjunto. En contraste, las estimaciones más recientes apuntan a tasas de expansión algo superiores a 2.5 por ciento en los dos últimos trimestres, con lo cual el pronóstico para todo 2002 se reduciría a menos de uno por ciento. Entre los principales factores detrás de la agudización del pesimismo está la debilidad de la demanda externa para los productos de la zona del euro, resultante del menor vigor de la economía estadounidense y de la apreciación del euro en términos reales. Un factor adicional parece ser la preocupación por una guerra entre Iraq y los Estados Unidos, la cual ha acentuado el descenso de los índices bursátiles y de los niveles de confianza de los empresarios y consumidores (Cuadro 4).

En lo que toca a la inflación anual, el incremento de los precios de los combustibles ha contribuido a que permanezca ligeramente por arriba del límite de tolerancia de 2 por ciento que orienta la política del Banco Central Europeo (BCE). A la luz de la renovada incertidumbre acerca del ritmo de recuperación de las economías de los Estados Unidos y de la zona del euro, así como de la apreciación de esta moneda, los observadores anticipan que el BCE reducirá próximamente su tasa de interés objetivo.

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	2.2	2.8	3.7
Economías Avanzadas	3.8	0.8	1.7	2.5
Estados Unidos	3.8	0.3	2.2	2.6
Japón	2.4	-0.3	-0.5	1.1
Alemania	2.9	0.6	0.5	2.0
Francia	4.2	1.8	1.2	2.3
Italia	2.9	1.8	0.7	2.3
Reino Unido	3.1	1.9	1.7	2.4
Canadá	4.5	1.5	3.4	3.4
Resto	5.3	1.6	2.6	3.3
Unión Europea	3.5	1.6	1.1	2.3
ERI ^{1/} de Asia	8.5	0.8	4.7	4.9
Latinoamérica	4.0	0.6	-0.6	3.0
Argentina	-0.8	-4.4	-16.0	1.0
Brasil	4.4	1.5	1.5	3.0
Chile	4.4	2.8	2.2	4.2
México	6.6	-0.3	1.5	4.0
Uruguay	-1.4	-3.1	-11.1	-4.5
Venezuela	3.2	2.8	-6.2	2.2

Fuente: World Economic Outlook, Septiembre 2002. FMI.

e/ estimado

1/ Economías de Reciente Industrialización

A diferencia del mayor pesimismo que se percibe en Europa y en los Estados Unidos, durante los meses recientes las señales de una reactivación económica continuaron e incluso mejoraron en Japón –país cuyas perspectivas de recuperación continúan siendo, con todo, sumamente modestas. Impulsado por las exportaciones netas, y en menor medida por un ligero repunte del consumo privado, el PIB japonés creció en el segundo trimestre a una tasa anualizada de 2.6 por ciento, y se pronostica una expansión similar en los dos últimos trimestres del presente año. En este escenario, se estima que el producto se reducirá 0.5 por ciento en 2002 y quedará enfilado hacia un crecimiento de más de uno por

ciento el año entrante⁵. Sin embargo, la recuperación japonesa enfrenta varios riesgos. Los externos provienen de la débil reactivación en el resto de los países industrializados y de los altos precios del petróleo. A ello se añade un riesgo interno: existe cierta preocupación de que una aceleración del proceso de liquidación de la cartera vencida de los bancos pudiese conducir a la fusión o al cierre de empresas pequeñas y medianas, quizás generando reducciones en el empleo. Al respecto, entre mayo y agosto la tasa de desempleo se mantuvo en 5.4 por ciento, después de haberse ubicado en 5.3 y 5.2 en los primeros meses del año. Por otra parte, la política fiscal busca reducir el déficit público, con lo cual la posible respuesta ante una eventual interrupción de la recuperación recaería en el Banco Central. Dado que la política monetaria ha llegado al límite de su capacidad para reducir las tasas nominales de interés, el Banco de Japón ha tomado la decisión de comprar, en caso de ser necesario, acciones de empresas en poder de los bancos como mecanismo para incrementar la liquidez y auxiliar a esas instituciones.

Las economías de reciente industrialización del sureste asiático continuaron mostrando resultados favorables en el tercer trimestre de 2002. En su transcurso consiguieron mantener el alto nivel de sus exportaciones y de su producción industrial. De hecho, algunos analistas del mercado piensan que los países de este grupo han logrado aislarse de las tendencias a la desaceleración que se observan en muchas otras regiones, especialmente en los Estados Unidos y en Europa. Aun los analistas más cautos pronostican tasas de crecimiento para estos países en 2002 superiores a 3 por ciento (Taiwán, Indonesia), a 4 por ciento (Malasia, Tailandia, Filipinas, Singapur) e incluso a 6 por ciento (Corea, China). Con todo, el desempeño de dichas economías continúa vinculado estrechamente a sus exportaciones hacia los países más desarrollados⁶. Por esta razón, están expuestos al riesgo proveniente de la desaceleración global. También, a los efectos de un posible aumento adicional de los precios del petróleo.

En América Latina el principal foco de atención durante el tercer trimestre fue Brasil, país que experimentó un notable deterioro en sus indicadores financieros. Lo señalado fue una

⁵ Cabe señalar que, a pesar de la mejoría de las perspectivas para Japón, la tasa anual de expansión pronosticada para 2002 es ahora menor que hace un trimestre. Esto obedece a una fuerte revisión a la baja de la estimación del crecimiento en el primer trimestre de este año asociada con ciertos cambios de metodología.

⁶ Los países más desarrollados continúan siendo la fuente última de demanda para buena parte de las exportaciones de estos países, aunque pueda parecer no ser así. Esa apariencia se debe a que los procesos de integración industrial son tales que, con creciente frecuencia, las exportaciones de varios de estos países pasan primero por China para las etapas de ensamblaje final antes de ser enviadas a sus destinos últimos.

fuente de contagio para los bonos soberanos de otros países de América Latina, incluso aquéllos que han recibido el grado de inversión. Así, por ejemplo, los valores del EMBI de Chile y México, que mostraban sobretasas de 265 y 143 puntos base, respectivamente, a fines de mayo, llegaron al cierre de septiembre a 436 y 218 puntos base⁷.

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 tercer trimestre, el valor del real se depreció más de 20 por ciento, al pasar la cotización de 2.83 a 3.74 reales por dólar. Al término de septiembre, el promedio del diferencial de tasas medido por el EMBI+ alcanzó 2,395 puntos base, nivel considerablemente superior al registrado por este indicador durante la crisis brasileña de 1999.

La mayoría de los observadores sugiere que buena parte del deterioro del riesgo país de Brasil se explica por factores políticos y por la preocupación acerca de la evolución de la deuda pública. Asimismo, la percepción de que los países desarrollados consideran la renegociación de las deudas soberanas como un elemento importante para la solución de las crisis financieras y la moratoria declarada por el gobierno argentino han incidido negativamente en el riesgo país de Brasil. En particular, la convicción creciente de que el candidato del Partido del Trabajo triunfaría en las elecciones presidenciales despertaba inquietud entre los inversionistas. Ello tenía su origen en la percepción que existe acerca de su insuficiente compromiso con las políticas fiscal y monetaria pactadas con el FMI. De acuerdo con los principales analistas, la deuda pública de Brasil continuaría siendo manejable a condición de que se mantenga la disciplina fiscal. Sin embargo, el crecimiento de los costos financieros del gobierno derivados del aumento del riesgo país contribuyen a debilitar la trayectoria de la deuda pública, amenazando la solvencia de las finanzas públicas, haciendo necesarios ajustes cada vez más drásticos. Con todo, los analistas pronostican un crecimiento en 2002 cercano a 1.5 por ciento, similar al observado en 2001, y una inflación alrededor de 7 por ciento, por encima del límite superior de 5.5 por ciento de la banda objetivo adoptada por el Banco Central.

En Argentina las perspectivas de recuperación parecen aún lejanas. Para este año se estima una caída del producto de alrededor de 15 por ciento. Por otra parte, la tasa de desempleo en mayo llegó a 22.5 por ciento. Durante el tercer trimestre los signos de una reactivación de la economía fueron escasos y aislados,

⁷ EMBI+ en el caso de México y EMBI Global en el de Chile.

revirtiéndose rápidamente. Más aún, la incertidumbre política a todos los niveles continúa siendo un impedimento para el diseño de una estrategia adecuada que permita enfrentar la crisis⁸. En particular, la inestabilidad de las decisiones de política económica en Argentina continúa obstaculizando las negociaciones con el FMI. Lo más positivo ocurrido durante el tercer trimestre fue quizá que las variables nominales experimentaran una cierta calma. Así, en ese periodo el tipo de cambio se mantuvo virtualmente constante, oscilando cerca de los 3.75 pesos por dólar, y la inflación mensual promedio se redujo de 6 por ciento en el segundo trimestre a 2.3 por ciento en el tercero. Sin embargo, ésta es una estabilidad precaria, apoyada en las fuertes restricciones a la liquidez del sector privado causadas por el “corralito” de los depósitos. En este sentido, cabe señalar que el 10 de septiembre el gobierno anunció la liberación, a partir de octubre⁹, de un segmento de los depósitos (aquéllos de hasta 7,000 pesos) y una nueva fase del programa de canje voluntario de los depósitos congelados por bonos.

En gran parte de América Latina las perspectivas son negativas también. Los analistas pronostican que el producto interno bruto de la región decrecerá en términos reales en 2002, al tiempo que la inflación media repuntará. Los casos más extremos de recesión, además del argentino, se presentan en Uruguay y Venezuela (variaciones esperadas de -11.1 y -6.2 por ciento respectivamente)¹⁰. En general, en 2002 se observarán menores déficit de cuenta corriente en los países de la región. Sin embargo, este fenómeno será por lo común el resultado de la escasez de financiamiento externo, y sólo en pocos casos reflejaría una mejora significativa de las exportaciones. Los problemas económicos parecen contribuir a generar malestar político que dificulta el avance de las reformas económicas y la entrada de capitales, lo cual, a su vez, refuerza la restricción del financiamiento externo, con sus efectos contraccionistas.

II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo

En el trimestre julio-septiembre de 2002 los distintos indicadores de remuneraciones, salarios y empleo que se analizan en esta sección reflejaron un cambio en las condiciones del mercado laboral. Por un lado, la tendencia a la baja mostrada por el

⁸ Por ejemplo, en agosto la Corte Suprema declaró la inconstitucionalidad de los recortes de 13 por ciento a los salarios y pensiones a cargo del sector público decretados a principios de 2001, y ordenó al gobierno hacer los correspondientes pagos retroactivos.

⁹ Equivalente a casi 1,870 dólares al tipo de cambio del último día de septiembre.

¹⁰ De acuerdo con el *Panorama Económico Mundial* del FMI de septiembre.

crecimiento de los salarios contractuales durante la primera mitad de 2002 se revirtió. En forma paralela, el ritmo de creación de empleos formales se atenuó y las distintas tasas de desempleo registraron un aumento respecto a sus niveles del trimestre anterior. Por otro lado, la productividad en el sector manufacturero continuó aumentando, mientras que las tasas de incremento de las remuneraciones nominales y de los costos unitarios de la mano de obra siguieron disminuyendo. Sin embargo, dada la debilidad actual de la economía y la mayor incertidumbre acerca de la recuperación, resulta muy difícil prever que continúe la evolución favorable de estas dos últimas variables. Consecuentemente, el balance de estas tendencias puede considerarse negativo, por lo que no es previsible un repunte importante del empleo en el futuro inmediato.

II.2.2.1. Remuneraciones

En julio de 2002 las remuneraciones nominales registraron un incremento anual entre 6.5 y 10.5 por ciento¹¹. Así, durante el periodo enero-julio la variación anual promedio de dicho indicador en los distintos sectores se ubicó en un intervalo de 7.6 a 10.9 por ciento, lo cual implicó incrementos reales entre 2.6 y 5.8 por ciento (Cuadro 5). Los crecimientos de las remuneraciones nominales y reales en julio resultaron en general menores que los registrados durante el segundo trimestre de 2002. Lo anterior resulta compatible con la situación de holgura que caracteriza al mercado laboral.

Cuadro 5 Remuneraciones por Trabajador
Variación anual en por ciento

	Nominal								Real							
	2002							Promedio Ene-Jul 2002	2002							Promedio Ene-Jul 2002
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul		Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	
Industria Manufacturera	10.2	8.3	6.6	9.3	8.4	4.5	6.5	7.6	5.1	3.3	1.8	4.4	3.5	-0.4	1.0	2.6
Industria Maquiladora	14.7	12.0	8.7	11.4	10.2	9.4	10.5	10.9	9.4	6.9	3.9	6.4	5.3	4.3	4.7	5.8
Sector Comercio	8.3	9.4	5.6	14.0	6.7	5.9	8.8	8.3	3.3	4.4	0.9	8.9	2.0	0.9	3.1	3.3

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

En cuanto a la evolución reciente de la productividad, en julio tuvo una variación anual entre 0 y 7.0 por ciento en los

¹¹ A partir de este Informe Trimestral sobre la Inflación se deja de utilizar el Índice de Actividad de la Industria de la Construcción por considerarse que tiene serias deficiencias.

sectores analizados. Por otro lado, en dicho mes la variación anual de los costos unitarios de la mano de obra en los diferentes sectores se situó en un intervalo de -5.6 a 3.1 por ciento. En el caso de la industria manufacturera, en el periodo enero-julio el aumento promedio de la productividad resultó suficiente para compensar el incremento de los salarios reales. Lo anterior no ocurrió en la industria maquiladora y en el sector comercio, por lo que los costos unitarios crecieron (Cuadro 6).

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							
	2002							Promedio Ene-Jul 2002	2002							Promedio Ene-Jul 2002
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul		Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	
Industria Manufacturera	3.3	5.7	-1.8	16.6	6.5	4.3	7.0	5.8	1.8	-2.3	3.7	-10.5	-2.8	-4.5	-5.6	-3.0
Industria Maquiladora	-0.4	0.6	-2.1	3.5	2.8	3.0	4.5	1.7	9.8	6.2	6.1	2.8	2.4	1.3	0.2	4.0
Sector Comercio	-4.2	-2.1	-5.9	3.7	-1.3	-5.1	0.0	-2.2	7.9	6.6	7.2	5.0	3.3	6.3	3.1	5.6

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

Las ganancias en productividad y el crecimiento más lento de las remuneraciones nominales y de los costos unitarios de la mano de obra durante el tercer trimestre, no permiten anticipar que la evolución favorable de estos indicadores continúe en el futuro por tres razones. Primera, el aumento de la productividad que se observó durante el segundo y tercer trimestres de 2002 respondió en parte a factores cíclicos. Como se señaló en el Informe anterior, en la etapa inicial de la recuperación la expansión de la producción usualmente no viene acompañada de un incremento proporcional en el empleo, lo que redundará en un aumento de la productividad. Segunda, el esfuerzo de reducción de costos que han llevado a cabo las empresas en tiempos recientes, y que ha contribuido al aumento de la productividad, también tiene límites naturales. Tercera, existen señales que apuntan hacia un debilitamiento de la actividad económica durante los próximos meses. Por tanto, no sería razonable prever que las tendencias favorables persistieran en el futuro cercano.

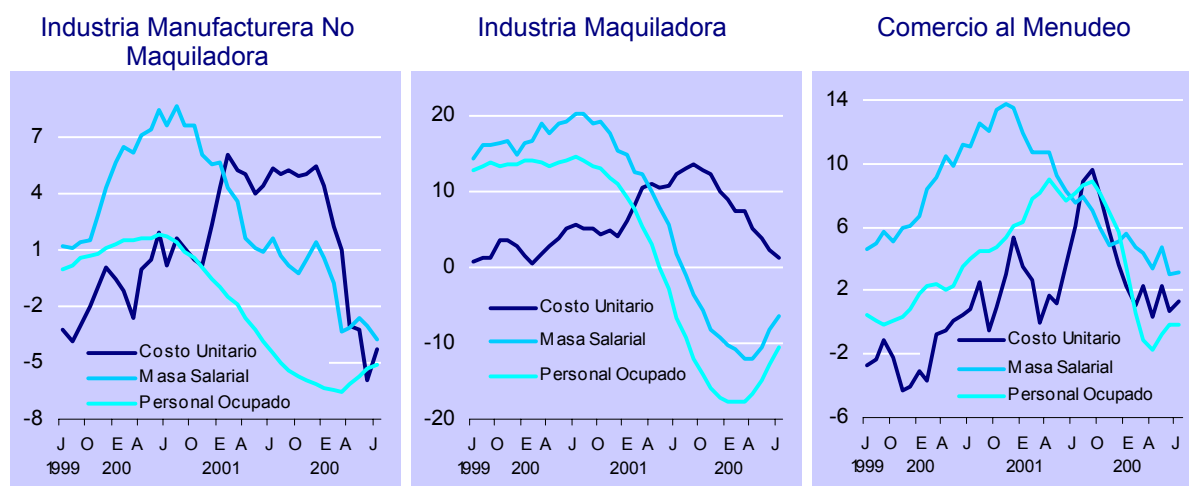
En cuanto a la masa salarial y al personal ocupado, durante el segundo y tercer trimestres de 2002 continuaron mostrando variaciones anuales negativas, aunque éstas han comenzado a moderarse o revertirse. Sin embargo, al igual que en el caso de la productividad y de los costos unitarios de la mano de obra, resulta muy poco probable que se consolide esta tendencia favorable. Ello, en virtud de las señales en cuanto a la

desaceleración de la producción industrial en los próximos meses y de la incertidumbre acerca de la recuperación.

La masa salarial y el personal ocupado en la industria manufacturera no maquiladora mostraron, respectivamente, variaciones anuales promedio de -3 y -4.6 por ciento en julio. En el sector maquilador de exportación, las variaciones anuales de ambos indicadores resultaron, respectivamente, de -6.3 y -8.3 por ciento. Por otra parte, en el mismo lapso la masa salarial y el personal ocupado en el sector comercio experimentaron variaciones anuales promedio de 3.17 y -0.13 por ciento. En todos estos casos, los cambios referidos fueron muy parecidos a los observados durante el segundo trimestre de 2002 (Gráfica 10).

Gráfica 10 Masa Salarial, Personal Ocupado y Costos Unitarios

Variación anual en por ciento

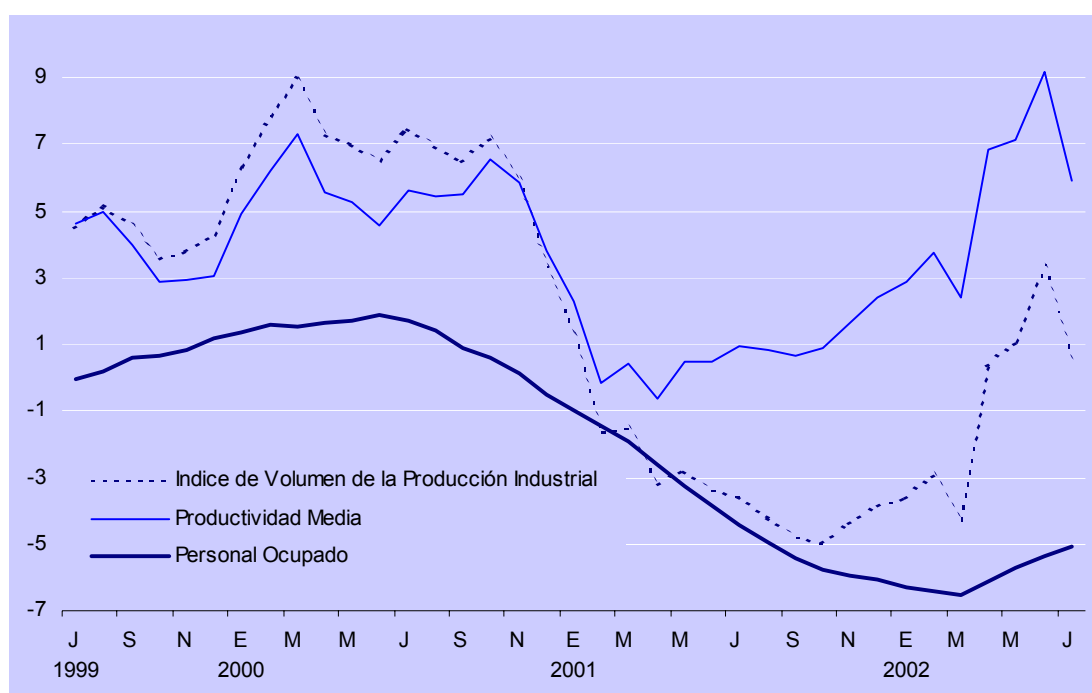


Fuente: Banco de México e INEGI.

En cuanto a la Producción, Productividad Media y Personal Ocupado en la Industria Manufacturera No Maquiladora, durante el tercer trimestre la productividad media continuó aumentando, a la vez que persistió la caída anual de la del personal ocupado. Sin embargo, la tasa anual de incremento del Índice de Volumen de la Producción Industrial comenzó a atenuarse a partir de junio (Gráfica 11). Este hecho respondió en parte a un comportamiento menos vigoroso de la actividad industrial en los Estados Unidos y, por tanto, de las exportaciones mexicanas a ese país. Ante la incertidumbre que existe acerca de la recuperación de la economía mexicana y de la economía mundial, resulta muy difícil predecir cual será la evolución futura de la producción industrial nacional y, consecuentemente, el patrón de la recuperación del empleo.

En resumen, la mayoría de los indicadores relativos a remuneraciones, salarios y empleo examinados en esta sección sugiere un debilitamiento de las condiciones prevalecientes en el mercado laboral. Por ello, resulta muy importante –como se ha insistido en Informes anteriores– que los salarios nominales se flexibilicen y actúen como la variable de ajuste en ese mercado. Ello ayudaría no sólo a lograr una mayor creación de empleos, sino también a evitar ajustes abruptos en la planta laboral.

Gráfica 11 **Producción, Productividad Media y Personal Ocupado de la Industria Manufacturera No Maquiladora**
Variación anual en por ciento del promedio móvil de 3 meses



Fuente: INEGI.

II.2.2.2. Salarios Contractuales

En el tercer trimestre de 2002 el aumento nominal promedio de los salarios contractuales resultó de 6.1 por ciento. En particular, los incrementos promedio en julio, agosto y septiembre fueron, respectivamente, de 6.8, 6.6 y 5.7 por ciento. Cabe señalar que el crecimiento de los salarios contractuales resultó superior al de 6.0 por ciento registrado durante el segundo trimestre del presente año. Con ello se interrumpió la tendencia descendente que había venido mostrando dicha variable a partir del segundo trimestre de 2001.

En el período de referencia, al igual que en abril-junio, los salarios contractuales en la industria manufacturera crecieron más que en otros sectores. La diferencia fue en promedio de medio punto porcentual (Cuadro 7). Si bien la productividad en el sector manufacturero también ha aumentado más que en otros sectores, se trata de un fenómeno de carácter esencialmente cíclico. Por ello, el repunte que mostró la tasa de crecimiento nominal de los salarios contractuales en la industria manufacturera durante julio y agosto resulta preocupante, ya que su evolución no es compatible con la situación de holgura que actualmente caracteriza al mercado laboral.

Cuadro 7 Salarios Contractuales por Sectores

Variación anual en por ciento

	2002									
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep*	Promedio
Total	6.6	6.9	6.1	5.8	6.5	6.0	6.8	6.6	5.7	6.2
Manufacturas	7.0	6.9	6.2	6.6	6.4	6.5	7.0	6.7	5.7	6.4
Otros Sectores	6.4	6.8	6.0	5.6	6.6	5.8	6.5	6.4	6.2	6.1

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

En cuanto a los salarios contractuales por tipo de empresa, éstos registraron un aumento promedio en enero-septiembre de 6.5 por ciento en las privadas y de 5.4 por ciento en las públicas (Cuadro 8).

Cuadro 8 Salarios Contractuales por Tipo de Empresa

Variación anual en por ciento

	2002									
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Promedio
Total	6.6	6.9	6.1	5.8	6.5	6.0	6.8	6.6	5.7	6.2
Empresas Privadas	6.8	7.0	6.5	6.0	6.5	6.2	6.8	6.6	6.3	6.5
Empresas Públicas	5.3	5.3	5.4	5.5	5.1	4.7	6.4	5.5	5.5	5.4

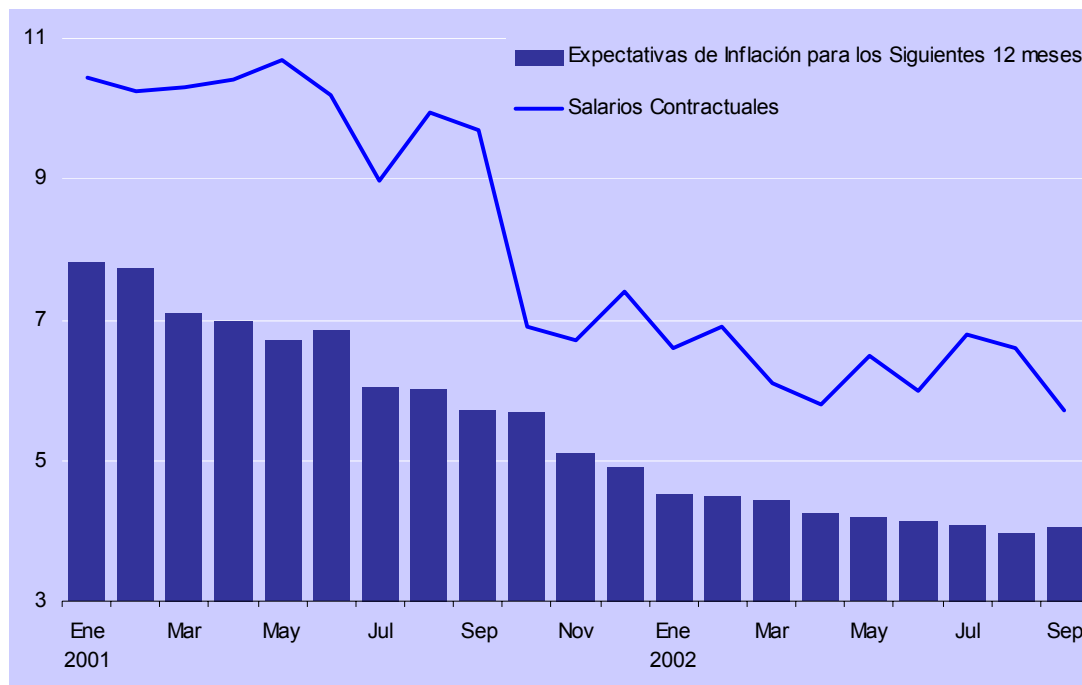
Fuente: Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

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 2.2 por ciento en el tercer trimestre (Gráfica 12). Dicho diferencial es más amplio que el de 1.8 por ciento observado en el segundo trimestre del presente año. Además, constituye la mayor brecha registrada desde el último trimestre de 2001.

Gráfica 12

Salarios Contractuales e Inflación Esperada para los Sigüientes 12 Meses

Variación anual en por ciento



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

Este ensanchamiento de la brecha interrumpió la tendencia a la baja que se había venido manifestando desde el primer trimestre de 2002. Es importante señalar al respecto, que los aumentos salariales contractuales, inclusive los negociados recientemente, aún se encuentran muy por encima de las expectativas de inflación. Dada la incertidumbre asociada a la evolución futura de la productividad, el aumento de los salarios reales esperados que implican estas revisiones contractuales resulta cuestionable. Por tanto, para generar los empleos que requieren los nuevos entrantes a la fuerza laboral y recuperar los puestos de trabajo que se perdieron el año pasado, conviene que las negociaciones salariales contractuales se adecuen a las condiciones del mercado laboral. Ello sólo puede lograrse a través de un crecimiento más moderado y de una mayor flexibilidad de los salarios nominales.

II.2.2.3. Empleo

Durante el tercer trimestre de 2002, los distintos indicadores de la ocupación tuvieron una evolución desfavorable. Por un lado, la tasa de incremento del empleo formal experimentó

una desaceleración con respecto al trimestre anterior. Por otro, las tasas de desempleo abierto mostraron un aumento respecto a las registradas en el segundo trimestre de 2002.

En cuanto al empleo formal, al final de septiembre de 2002 el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se ubicó en 12,304,586 personas, alrededor de 141 mil por encima del total registrado al cierre de 2001 (Gráfica 13a). Cabe destacar que durante julio, agosto y septiembre se crearon 71,744 nuevos empleos, resultado que se compara favorablemente con la pérdida de aproximadamente 19 mil puestos de trabajo sufrida durante igual trimestre del año anterior.

Sin embargo, la creación de empleos durante el trimestre reportado resultó inferior en casi 32 mil a la observada durante el periodo abril-junio de este año. Además, con datos desestacionalizados el número de trabajadores (permanentes y eventuales) urbanos afiliados al IMSS experimentó una contracción de aproximadamente 28 mil personas. Este número se compara desfavorablemente con la creación de más de 82 mil empleos lograda durante el segundo trimestre de 2002, también con la serie desestacionalizada.

Una diferencia notable en el patrón de creación de empleos en el sector formal durante 2002, en comparación con lo que sucedió en el periodo que siguió a la crisis de 1994 tiene que ver con el tipo de contrato predominante (asegurados permanentes y asegurados eventuales). Al respecto, después de dicha crisis la mayoría de los empleos creados fue de asegurados permanentes. En contraste, durante la modesta recuperación del empleo observada en lo que ha transcurrido en 2002 ésta ha favorecido a los asegurados eventuales. Lo anterior puede ser reflejo de la incertidumbre que rodea a la recuperación económica actual y del vigor que ha mostrado el sector de la construcción.

En cuanto a la creación o destrucción de empleos por sectores, para el industrial y el de servicios se tiene información acerca de los empleos permanentes, mientras que para el sector agropecuario se dispone de datos tanto para empleos temporales como permanentes. Así, en el tercer trimestre la afiliación de trabajadores permanentes en el sector de los servicios aumentó en aproximadamente 60 mil asalariados, de los cuales casi 23 mil se ubicaron en el sector comercio. Esto contrasta con los casi 51 mil empleos generados en el sector de los servicios durante el lapso abril-junio de 2002. Por otra parte, en el sector agropecuario se presentó una pérdida de más de 56 mil empleos permanentes y

eventuales, cifra similar a los aproximadamente 65 mil empleos perdidos durante el trimestre precedente. Por último, los nuevos puestos de trabajo en el sector industrial sumaron casi 14 mil, total muy por debajo del de 60 mil registrado durante el trimestre anterior.

En resumen, el ritmo de creación de empleos en el sector formal se ha atenuado de manera muy significativa. En particular, la menor tasa de creación de empleos formales en el sector industrial sugiere que ello ha sido producto de la desaceleración económica ocurrida en los Estados Unidos. Dada la incertidumbre que subsiste acerca de la evolución futura de la producción, la cual dependerá en parte de la recuperación de la economía estadounidense y del resto del mundo, no se prevé que se revierta en el futuro cercano esta desaceleración en la creación de empleos formales.

En el tercer trimestre de 2002 también se observó un deterioro en los principales indicadores de desempleo con respecto a su nivel de cierre del trimestre anterior. Así, la tasa de desempleo abierto fue en promedio de 2.9 por ciento, mientras que en el segundo trimestre había sido de 2.6 por ciento. Asimismo, en el periodo de análisis la serie de tendencia de la tasa de desempleo abierto se conservó en una trayectoria creciente (Gráfica 13b).

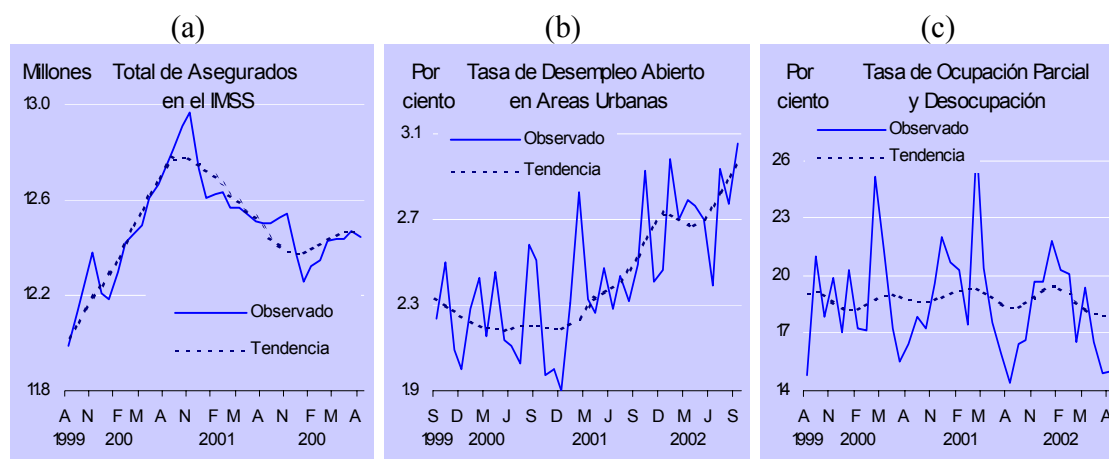
Es importante destacar que tanto la serie desestacionalizada como la de tendencia del desempleo confirman un deterioro en este ámbito. En particular, durante el tercer trimestre de 2002 la serie desestacionalizada mostró una tasa de desempleo de 2.9 por ciento, después de haber sido de 2.6 por ciento en el segundo. Por otra parte, la serie de tendencia del desempleo registró en el tercer trimestre una tasa de desempleo de 2.9 por ciento, mientras que esta resultó de 2.7 por ciento en el periodo abril-junio.

Durante los primeros nueve meses de 2002 la tasa promedio de ocupación parcial de menos de 35 horas y desocupación se movió a la baja. En particular, en el tercer trimestre se ubicó en 16.6 por ciento, la cual se compara favorablemente con las de 20.7 por ciento y 17.5 por ciento registradas el primero y segundo trimestres (Gráfica 13c).

Gráfica 13

Indicadores de Empleo y Desempleo

Series de tendencia



Fuente: IMSS e INEGI.

De acuerdo con el género de los trabajadores, durante el tercer trimestre de 2002 la tasa de desempleo abierto fue más alta para las mujeres. En promedio, ésta cerró en 3.1 y en 2.8 por ciento para los hombres. La duración promedio del desempleo aumentó durante el trimestre de análisis. Así, el porcentaje de personas desempleadas por cinco y más semanas pasó de un promedio de 44.2 en el segundo trimestre a 45.8 en el tercero.

El empleo en el sector informal se mantuvo prácticamente sin modificación durante el tercer trimestre de 2002. Una manera indirecta de medir el empleo en dicho sector es a través del porcentaje de la Población Económicamente Activa que no recibe algún tipo de prestación. Así, en julio-septiembre dicho indicador se ubicó en promedio en 48.4, mientras que en abril-junio había sido de 48.3.

En resumen, durante el tercer trimestre de 2002 comenzaron a detectarse algunos signos de debilitamiento en el mercado laboral. Al respecto, la tasa de creación de empleos formales mostró una desaceleración en comparación con lo observado durante el segundo trimestre. En paralelo, la tasa de desempleo abierto aumentó. Finalmente, la tasa de incremento nominal de los salarios contractuales superó a la obtenida en el segundo trimestre, revirtiéndose así la tendencia a la baja que venía registrando este indicador desde comienzos del año 2001.

Si bien es cierto que las tasas de aumento de las remuneraciones nominales y de los costos unitarios de la mano de obra continuaron atenuándose, a la vez que la productividad siguió

umentando, parece muy difícil que la evolución favorable de estas variables persistirá en el futuro cercano. Esta conclusión se sustenta en dos razones. Primera, el aumento observado de la productividad es atribuible principalmente a factores cíclicos más que a mejoras de los procesos productivos. Segunda, ha surgido incertidumbre acerca del ritmo de la recuperación en los próximos meses. En consecuencia, el balance de riesgos no es favorable.

II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

Durante el segundo trimestre de 2002 la oferta y la demanda agregadas tuvieron un incremento anual de 2.5 por ciento. Esta fue la primera variación positiva luego de tres trimestres consecutivos de contracción. Por el lado de la oferta agregada, se registraron incrementos anuales tanto del PIB, 2.1 por ciento, como de las importaciones de bienes y servicios, 3.6 por ciento. En cuanto a la demanda agregada, sus tres principales rubros mostraron variaciones anuales positivas, las cuales se comparan favorablemente con las disminuciones observadas en el trimestre anterior. En el periodo, las exportaciones de bienes y servicios aumentaron 3.3 por ciento, la inversión 2.7 por ciento y el consumo 2.3 por ciento.

Es de señalarse que en el segundo trimestre tanto las exportaciones de bienes y servicios como la inversión mostraron variaciones anuales positivas. Ello, luego de cuatro trimestres consecutivos en los que habían experimentado reducciones a tasa anual.

Asimismo, cabe destacar que el incremento a tasa anual del consumo se debió al de 2.9 por ciento registrado por el consumo privado. Esta última cifra contrasta con la caída a tasa anual de 1.5 por ciento de dicho concepto en el primer trimestre. Las adquisiciones del sector privado, tanto las de bienes no durables y servicios como las de bienes durables, mostraron una expansión importante en el segundo trimestre, con alzas respectivas de 2.3 y 9.3 por ciento. El incremento que registró el consumo de bienes durables se debió al aumento, entre otros, de las compras de vehículos, de muebles de madera y de aparatos electrodomésticos. El consumo del sector público en el periodo reportado disminuyó a tasa anual de 1.6 por ciento. Por otra parte, el crecimiento de la inversión respondió a los aumentos de 1.2 por ciento de la inversión privada y de 13.6 por ciento de la inversión pública.

La expansión del PIB y de sus componentes observada en el segundo trimestre estuvo influida al alza por el efecto estadístico

del periodo vacacional de la Semana Santa. Mientras que en 2001 ésta ocurrió en abril, en 2002 se presentó en marzo. Debido a ello, el segundo trimestre del presente año contó con 77 días laborables, mientras que el mismo trimestre del año anterior tuvo solamente 73 días.

El incremento de 2.1 por ciento a tasa anual experimentado por el PIB en el segundo trimestre resultó mayor que el estimado en el Informe anterior (1.8 por ciento). Ello se explica principalmente porque tanto el consumo como la inversión aumentaron más que lo previsto.

Al examinar la evolución en el segundo trimestre de los componentes de la oferta y la demanda agregadas con base en datos desestacionalizados, se confirma la recuperación de la actividad económica durante ese periodo cuyas señales ya se detectaban en los datos correspondientes al primer trimestre. Así, la tasa de crecimiento trimestral de la oferta y de la demanda agregadas pasó de 0.5 por ciento en el primer trimestre a 1.9 por ciento en el segundo. Por el lado de la oferta agregada, dicho aumento se debió a los aumentos observados en el PIB y las importaciones. Por el lado de la demanda agregada, el incremento mencionado fue resultado de aumentos en las exportaciones, el consumo y la inversión (Cuadro 9).

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 (series desestacionalizadas)					
	2001			2002			2001			2002		
	Anual	II	III	IV	I	II	II	III	IV	I	II	
Oferta Agregada	-1.0	0.2	-3.4	-3.3	-2.5	2.5	-0.9	-1.3	0.1	0.5	1.9	
PIB	-0.3	0.1	-1.5	-1.6	-2.0	2.1	-0.4	-0.2	-0.4	0.2	1.2	
Importaciones	-2.9	0.6	-8.0	-7.7	-3.8	3.6	-2.0	-4.1	1.0	1.2	4.1	
Demanda Agregada	-1.0	0.2	-3.4	-3.3	-2.5	2.5	-0.9	-1.3	0.1	0.5	1.9	
Consumo Total	2.8	3.1	1.1	1.8	-1.5	2.3	-0.1	-0.2	0.1	0.0	1.4	
Privado	3.4	4.1	1.6	1.5	-1.5	2.9	-0.2	-0.2	0.1	0.1	1.6	
Público	-1.4	-3.2	-3.5	3.3	-1.1	-1.6	0.3	0.2	0.4	-1.1	-0.3	
Inversión Total	-5.9	-5.5	-8.9	-9.1	-6.9	2.7	-2.7	-2.4	-0.7	0.8	2.1	
Privada	-5.1	-5.2	-1.3	-12.8	-5.9	1.2	-2.2	-0.6	-2.1	-0.1	0.7	
Pública	-9.6	-7.6	-38.0	6.6	-13.3	13.6	-5.5	-12.3	7.3	5.7	9.3	
Exportaciones	-5.1	-1.7	-9.5	-10.9	-5.8	3.3	-1.9	-2.9	-1.2	1.8	3.3	

Fuente: Banco de México e INEGI.

La información disponible respecto de la evolución de la demanda agregada y de la producción en el tercer trimestre de 2002 indica que la recuperación de la economía ha continuado. Sin

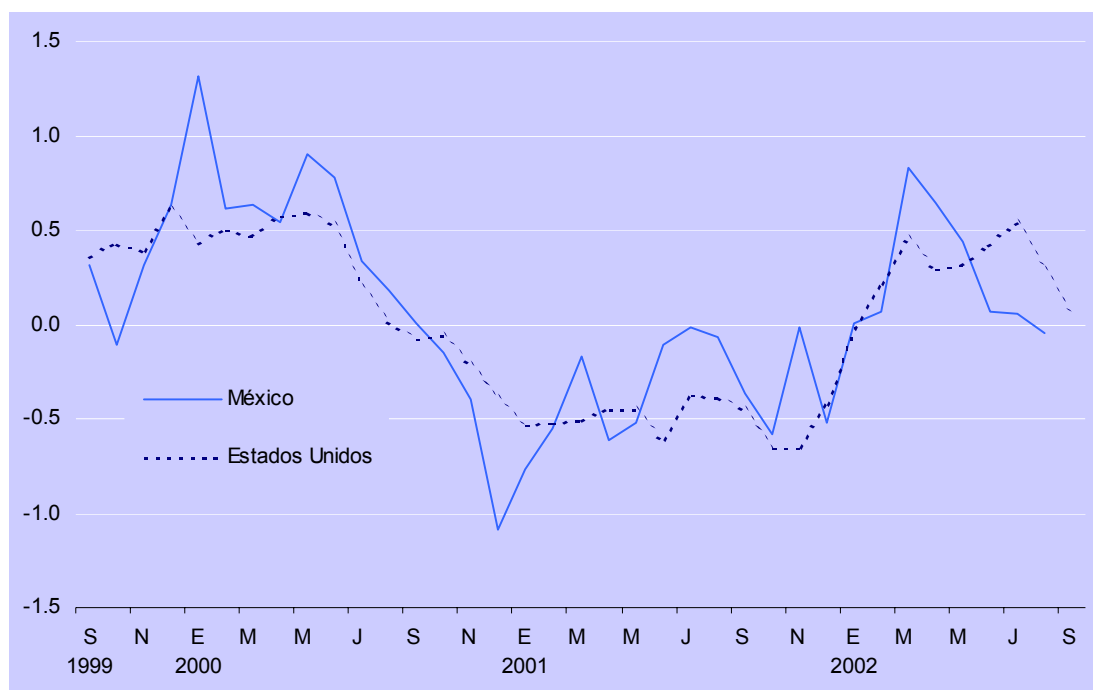
embargo, dicha información también sugiere la posibilidad de que la recuperación podría haberse dado a un ritmo más lento que el observado en el segundo trimestre. A continuación se presentan los elementos que sustentan el diagnóstico anterior:

- (a) En agosto el IGAE registró un incremento anual de 1.3 por ciento. Dicha variación resultó menor que la de 2.7 por ciento registrada en julio, y representa el quinto mes consecutivo en el que este indicador mostró una variación anual positiva. Asimismo, en el bimestre julio-agosto el promedio de la tasa de crecimiento anual de la producción industrial se ubicó en 1.3 por ciento, cifra que se compara favorablemente con el estancamiento promedio anual observado en los dos meses previos. Sin embargo, los datos desestacionalizados indican que las variaciones mensuales del IGAE en julio y agosto fueron de 0.05 y -0.15 por ciento, respectivamente, tasas inferiores a la observada en junio, de 0.15 por ciento;
- (b) La producción industrial en los Estados Unidos experimentó en agosto una disminución de 0.3 por ciento respecto al dato del mes anterior. Así, el promedio de la tasa de incremento mensual de ese concepto en el bimestre julio-agosto resultó de 0.1 por ciento, cifra más baja que la variación mensual promedio registrada en los dos meses anteriores, de 0.5 por ciento. Lo anterior tiene implicaciones negativas sobre las expectativas relativas a la evolución de la producción industrial en México. Ello, debido a la gran sincronía que ha exhibido la misma con su similar en los Estados Unidos (Gráfica 14);

Gráfica 14

Índice de Volumen de la Producción Industrial: Estados Unidos y México

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



Fuente: Banco de México y Reserva Federal de los Estados Unidos.

- (c) Las ventas al menudeo aumentaron 0.6 por ciento a tasa anual en agosto, lo cual se compara desfavorablemente con el aumento de 2.1 por ciento en el mes precedente. Por otra parte, en agosto las ventas al mayoreo registraron una disminución de 10.0 por ciento, más pronunciada que la de 5.2 por ciento observada en julio. No obstante lo anterior, los datos desestacionalizados muestran que en agosto las ventas al menudeo bajaron con relación a sus niveles del mes previo. Así, en agosto las ventas al menudeo mostraron, por tercer mes consecutivo, una variación negativa;
- (d) El promedio de la tasa de crecimiento anual de las ventas de las tiendas de la ANTAD registrado en el bimestre julio-agosto fue de 3.8 por ciento, cifra superior a la observada en el segundo trimestre del año, de 3.1 por ciento. Sin embargo, los datos desestacionalizados indican que el crecimiento mensual promedio de 0.5 por ciento en el bimestre julio-agosto representó sólo una mejoría muy leve con respecto al de 0.4 por ciento observado en el trimestre anterior;

- (e) En el tercer trimestre las ventas internas y la producción del sector automotriz tuvieron una evolución menos vigorosa que en el segundo. La variación anual de las ventas internas de unidades pasó de 31 por ciento en el segundo trimestre a -2.6 por ciento en el tercero, mientras que la tasa de crecimiento de la producción disminuyó en igual periodo de 7.5 a 1.2 por ciento;
- (f) En julio la inversión fija bruta aumentó 0.6 por ciento a tasa anual. Lo anterior se compara favorablemente con la caída anual de 2.4 por ciento registrada en el mes anterior. Los datos desestacionalizados indican que en el mes la inversión fija bruta se incrementó 0.8 por ciento, después de una contracción de 4.8 por ciento en junio. Asimismo, la variación mensual registrada en julio resultó superior a la mensual promedio observada en el segundo trimestre, de -0.2 por ciento;
- (g) Las cifras desestacionalizadas indican que en agosto la producción de la industria maquiladora aumentó 2.1 por ciento con respecto a su nivel del mes previo. La variación mensual de esa producción en el bimestre julio-agosto, de 0.77 por ciento, fue inferior a la de 1.0 por ciento que se registró en el segundo trimestre;
- (h) En el tercer trimestre continuó aumentando el número de trabajadores asegurados en el IMSS, especialmente en septiembre. Sin embargo, lo anterior obedeció fundamentalmente a la estacionalidad que presenta esta variable. Los datos desestacionalizados muestran disminuciones en el número de trabajadores asegurados tanto en agosto (0.1 por ciento) como en septiembre (0.2 por ciento);
- (i) El indicador coincidente que elabora el INEGI registró un aumento mensual de 0.1 por ciento en julio, el cual resultó inferior al promedio de los incrementos mensuales observados en el segundo trimestre, de 0.4 por ciento. Por su parte, el indicador adelantado mostró en julio un crecimiento mensual de 0.2 por ciento, después de haber sufrido una caída de 0.9 por ciento en el mes anterior; y
- (j) Las expectativas respecto al clima de los negocios, recabadas en septiembre entre los especialistas en economía del sector privado muestran un optimismo más moderado que en los meses previos. Asimismo, en agosto y septiembre el índice de confianza de las empresas

manufactureras mostró un ligero retroceso, luego de que en julio se había mantenido prácticamente sin cambio.

Con base en la información hasta ahora disponible, el Banco de México estima que en el tercer trimestre de 2002 el PIB real haya crecido a una tasa anual de alrededor de **2.0** por ciento. Con datos desestacionalizados esto implica una variación trimestral positiva ligeramente inferior a la observada en el trimestre anterior. Por otra parte, es probable que en el tercer trimestre el consumo privado haya alcanzado una tasa anual de 2.0 por ciento, mientras que la inversión se mantuvo prácticamente sin cambio.

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

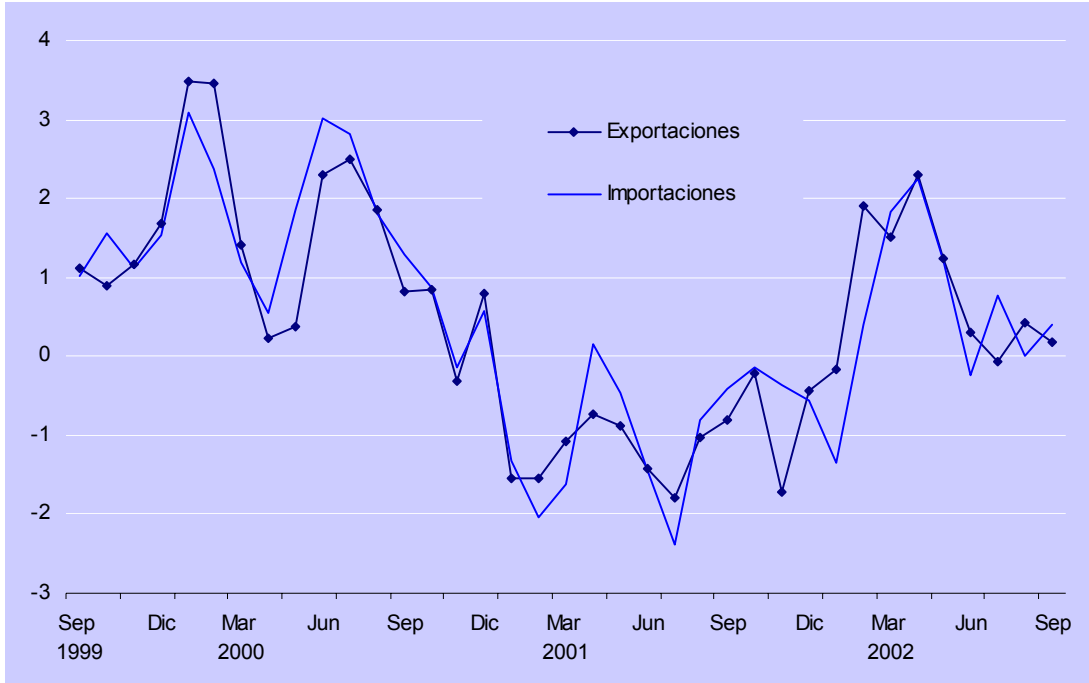
En el periodo julio-septiembre de 2002 tanto las exportaciones como las importaciones registraron variaciones anuales positivas, siendo más vigorosa la recuperación de las exportaciones. En dicho trimestre las exportaciones se incrementaron 6.2 por ciento respecto al mismo periodo del año anterior, mientras que las importaciones lo hicieron en 5.2 por ciento. Asimismo, durante ese lapso continuó presentándose la correlación entre la evolución de las exportaciones y la de las importaciones que se había observado en trimestres anteriores (Gráfica 15). Debido a lo anterior, el déficit comercial acumulado en el trimestre fue 16.2 por ciento menor que el registrado en el mismo periodo del año anterior y los déficit total y no petrolero acumulados en los primeros nueve meses de 2002 resultaron 21.0 y 1.0 por ciento inferiores a los de igual periodo del año anterior. Por otra parte, las series de tendencia indican que durante el tercer trimestre los déficit total y no petrolero mensuales continuaron ubicándose en la trayectoria ascendente que se inició en el segundo trimestre (Gráfica 16). Con base en esta información, se estima que el déficit de la cuenta corriente en el tercer trimestre de 2002 haya sido de 3.3 miles de millones de dólares y de aproximadamente 10 mil millones de dólares en los primeros nueve meses del año.

La recuperación de la actividad exportadora, el modesto repunte de la demanda de bienes importados, el aumento de los precios del petróleo y el moderado nivel del servicio de la deuda externa pública y privada son los factores que explican que no hayan aumentado significativamente los requerimientos de recursos externos en julio-septiembre. Así, los resultados de la cuenta corriente contribuyeron a hacer frente de manera ordenada a la volatilidad que continuaron experimentando los mercados internacionales de capital en el período reportado.

Gráfica 15

Exportaciones e Importaciones: Series Desestacionalizadas

Variación mensual (promedio móvil de 3 meses)

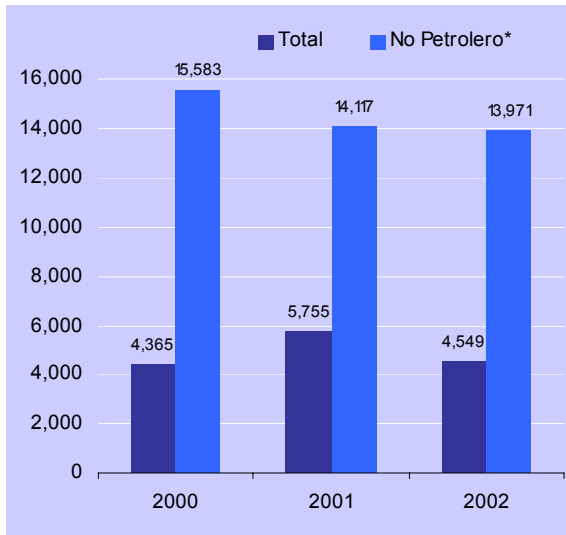


Gráfica 16

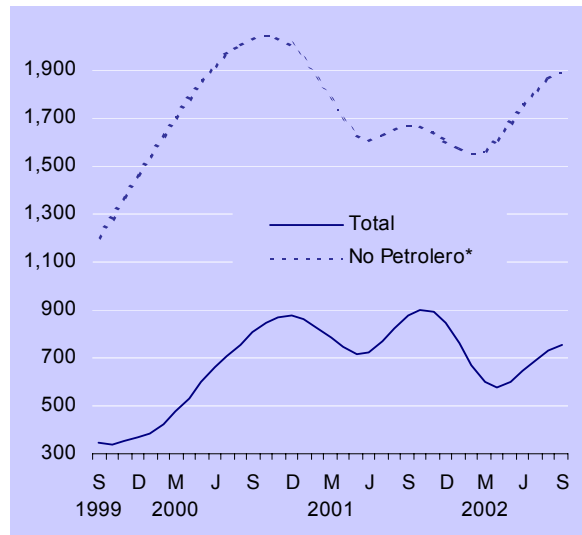
Déficit de la Balanza Comercial, Total y No Petrolera

Millones de dólares

Enero-Septiembre



Tendencia



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

Por el lado de la cuenta de capital, durante el tercer trimestre tuvo lugar una disminución de la oferta de inversiones en cartera. Ello se debió principalmente al aumento de la aversión al

riesgo causado por el deterioro del entorno internacional. Al respecto, se anticipa que en el tercer trimestre de 2002 el superávit de la cuenta de capital haya sido cercano a 5.7 miles de millones de dólares (incluyendo el renglón de errores y omisiones).

La evolución de los flujos de capital hacia México durante el tercer trimestre fue relativamente positiva, dado el fenómeno general de contracción de dichos flujos hacia los países latinoamericanos. En contraste, los flujos de capitales hacia otros países emergentes se han recuperado. Al respecto, se estima que los flujos privados de capital hacia América Latina se reducirán de 22.8 miles de millones de dólares en 2001 a sólo 10.3 miles de millones en 2002. Asimismo, se anticipa que los flujos netos de IED hacia la región disminuyan de 66.9 miles de millones de dólares en 2001 a 40.4 miles de millones en el presente año, y que la inversión en cartera muestre un flujo neto de mil millones de dólares luego de haber registrado una reducción de 2.2 miles de millones en 2001 (Cuadro 10) ¹².

Cuadro 10**Flujos de Capital: Economías Emergentes**

Miles de millones de dólares

	2000	2001	2002 ^e
Total^{1/}	29.5	40.2	82.9
Africa	7.8	8.2	9.8
Asia^{2/}	-7.8	11.0	30.2
Medio Oriente y Turquía^{3/}	-22.0	-41.8	-10.8
Países en Transición	6.4	18.9	27.6
América Latina	45.1	43.9	26.1
Flujos Netos de Capital Privado ^{4/}	48.6	22.8	10.3
Inversión Extranjera Directa Neta	64.7	66.9	40.4
Inversión en Cartera Neta	4.7	-2.2	1.0
Otros Flujos Privados Netos	-20.8	-41.9	-31.1
Flujos Oficiales Netos	-3.5	21.1	15.8

Fuente: Fondo Monetario Internacional, (2002), World Economic Outlook, septiembre.
e/ Estimación.

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

2/ No incluye a Hong Kong.

3/ Incluye también a Israel y Malta.

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

¹² Fondo Monetario Internacional (2002), World Economic Outlook, septiembre.

Al examinarse la evolución de los flujos de capital hacia América Latina registrados en lo que va del año y los pronósticos mencionados, destaca que la cifras correspondientes a la economía mexicana indican que ésta ha mantenido una posición privilegiada en un entorno externo desfavorable.

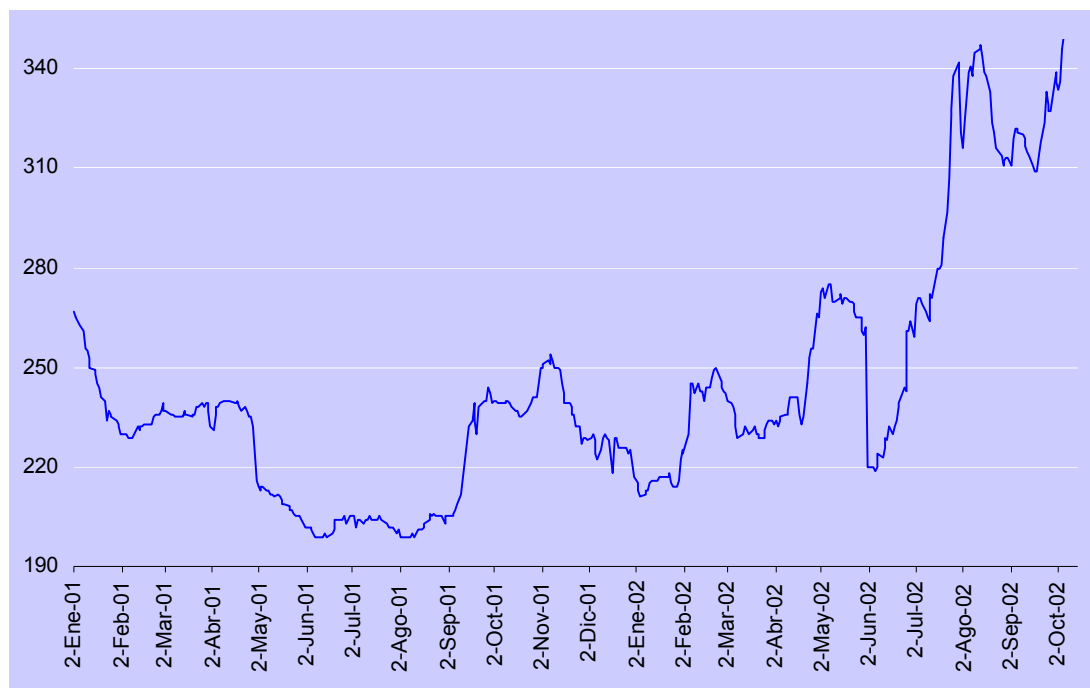
Entre los principales factores que explican la reducción de los flujos de capital hacia la región en el tercer trimestre, se encuentran los que se señalan a continuación:

- (a) El incremento generalizado de la aversión al riesgo en los mercados internacionales de capital ha tenido efectos negativos en los mercados accionarios, así como en los mercados de bonos soberanos y corporativos. Lo anterior, ha causado no sólo un deterioro de los indicadores del riesgo país para los países emergentes, sino también incrementos en los rendimientos de la deuda corporativa en los países desarrollados (Gráfica 17). La mayor aversión al riesgo en los mercados internacionales de capital ha sido consecuencia de los siguientes factores:
- Expectativas más pesimistas en cuanto a la recuperación de la economía mundial, particularmente la de los Estados Unidos.
 - Las dificultades relacionadas con el financiamiento del creciente déficit en la cuenta corriente estadounidense.
 - La agudización de los problemas que enfrenta la economía brasileña, así como la falta de solución a la crisis de Argentina y su contagio sobre Uruguay.
 - La incertidumbre geopolítica derivada de la tensa situación que persiste en el Medio Oriente, de la posibilidad de un ataque militar contra Iraq y del conflicto entre la India y Pakistán.
 - Los escándalos corporativos que han tenido lugar durante el presente año.

Gráfica 17

Rendimiento Neto de la Deuda Corporativa BBB en los Estados Unidos

Puntos Base

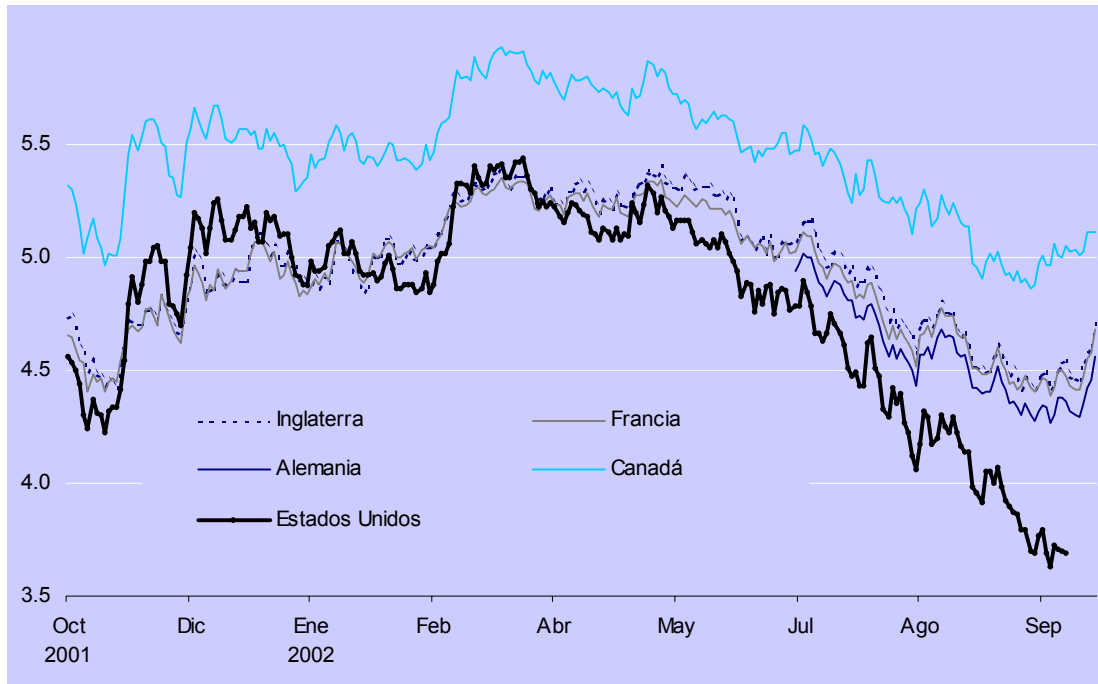


Fuente: Bloomberg.

- (b) El aumento del riesgo país en las economías emergentes se ha visto influido por la continua disminución de las tasas de interés de largo plazo en los países desarrollados que se ha registrado durante 2002. Dichas reducciones no se han reflejado totalmente en una trayectoria descendente de los rendimientos de los bonos soberanos o corporativos de los países emergentes, lo cual ha tenido por resultado un aumento de los indicadores del riesgo país. Asimismo, se ha observado también una ampliación de las brechas de los rendimientos de largo plazo para otras economías desarrolladas (Gráfica 18);
- (c) El sesgo que existe actualmente a favor de considerar la renegociación de las deudas soberanas como el mecanismo idóneo para la solución de crisis financieras;
- (d) En el caso particular de México, la acentuación del deterioro de las expectativas respecto a la recuperación económica en los Estados Unidos ha tenido efectos negativos, tanto sobre la percepción de los inversionistas en cuanto al riesgo país como sobre la paridad del peso frente al dólar (Gráfica 19). Lo anterior obedece a la estrecha relación que guarda la evolución de la economía nacional con la de ese país; y

- (e) La menor probabilidad que le asignan los inversionistas al avance de la agenda pendiente de reformas estructurales en la economía mexicana y el clima de tensión política.

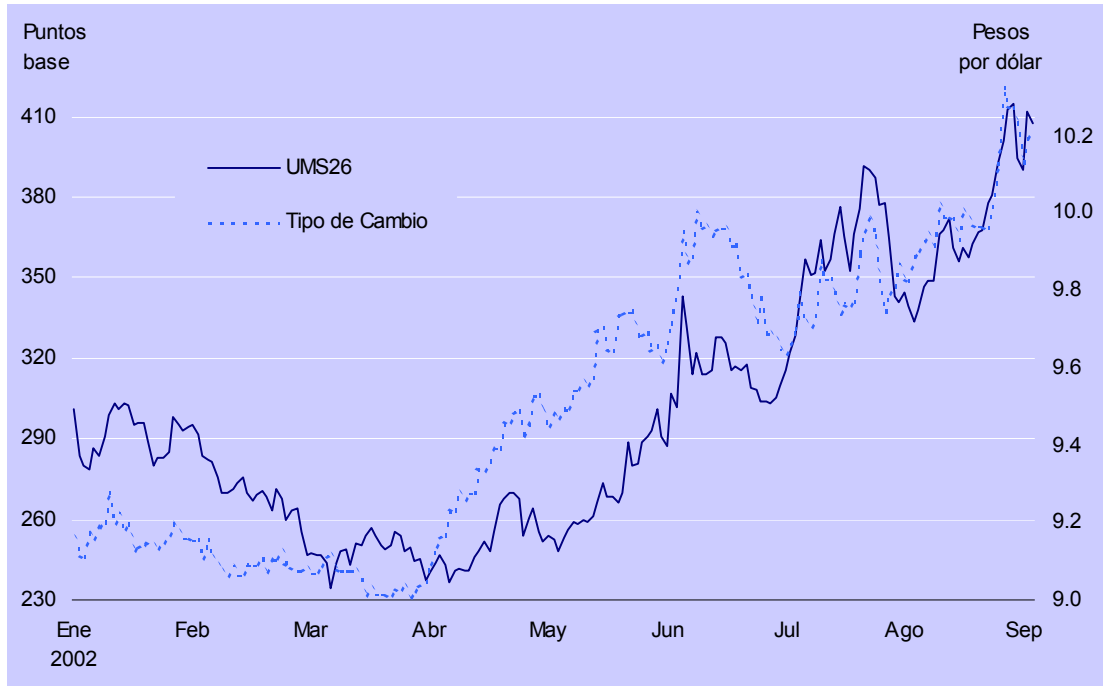
Gráfica 18 Tasas de Interés Nominal de Largo Plazo: Alemania, Canadá, Francia, Estados Unidos e Inglaterra
Por ciento



Fuente: Bloomberg.

Los factores mencionados tuvieron como resultado un deterioro significativo de los indicadores del riesgo país para América Latina y de menor magnitud para México durante el tercer trimestre (Gráfica 20 y Cuadro 11).

Gráfica 19 Rendimiento Neto del Bono UMS26 y Tipo de Cambio

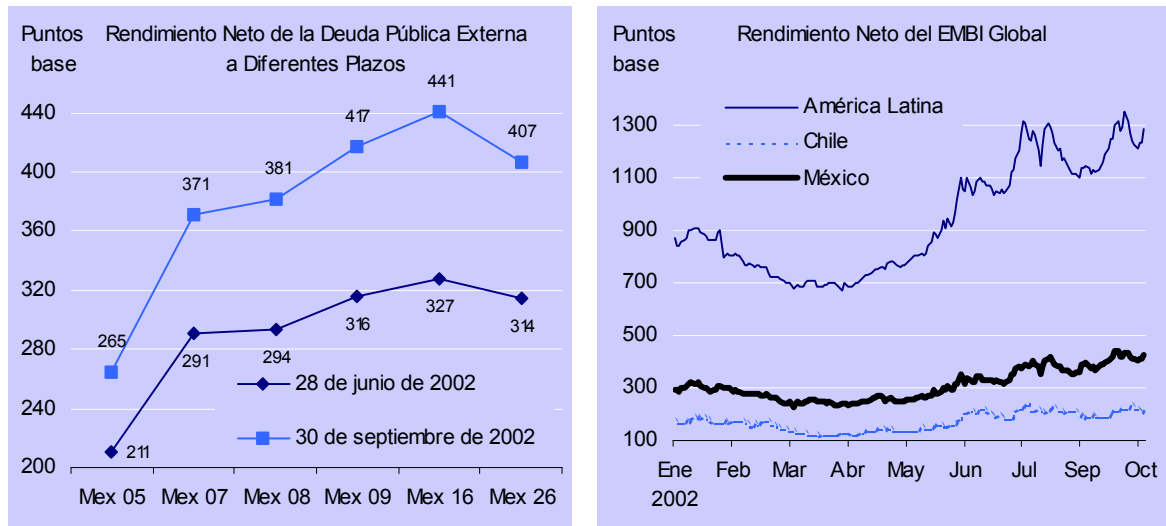


Fuente: Bloomberg y Banco de México.

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 20 Indicadores del Riesgo País para México y América Latina

Puntos Base



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.

Cuadro 11 **Indicadores del Riesgo País para América Latina (EMBI Global)**
Puntos Base

	2001				2002			
	I	II	III	IV	I	II	III	15-Oct
América Latina	757	787	1,069	888	688	1,034	1,316	1,252
Argentina	967	1,050	1,615	5,363	5,030	7,078	6,475	6,413
Brasil	805	844	1,163	864	716	1,560	2,412	2,317
Chile	189	169	220	175	120	209	218	252
Colombia	645	528	615	508	511	592	1,066	967
Ecuador	1,366	1,303	1,516	1,233	1,037	1,262	1,975	1,924
México	408	307	427	306	249	323	435	386
Panamá	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	347	466	561	498
Perú	650	632	669	521	409	628	880	826
Rep. Dominicana	n.d.	n.d.	n.d.	446	313	383	521	438
Uruguay	n.d.	251	299	284	525	869	1,643	1,509
Venezuela	877	847	997	1,130	898	1,113	1,166	1,083

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

Respecto a la evolución del tipo de cambio, es de señalarse que durante el tercer trimestre se observó la ruptura de la correlación positiva que había mantenido la moneda nacional con los movimientos de la cotización dólar/euro en meses recientes. Como se comentó en el anterior Informe sobre la Inflación, la correlación entre la cotización peso/dólar y la dólar/euro respondía a varias causas, las cuales podían encontrar explicación en la estrecha relación que guarda la oferta de recursos financieros hacia México con la dirigida a los Estados Unidos. Sin embargo, en ese Informe también se señalaba la posibilidad de que dicha correlación fuese un fenómeno transitorio. Así, entre el cierre de junio y el final de septiembre se registró una depreciación del peso frente al dólar de 2.4 por ciento, mientras que el dólar se apreció 0.5 por ciento frente al euro. Durante el tercer trimestre la evolución del tipo de cambio estuvo ligada más estrechamente a la de los indicadores del riesgo país y a la de las expectativas relativas a la economía de los Estados Unidos (Gráfica 21).

Gráfica 21 Índice Dow Jones, Tipo de Cambio del Peso frente al Dólar y del Dólar frente al Euro

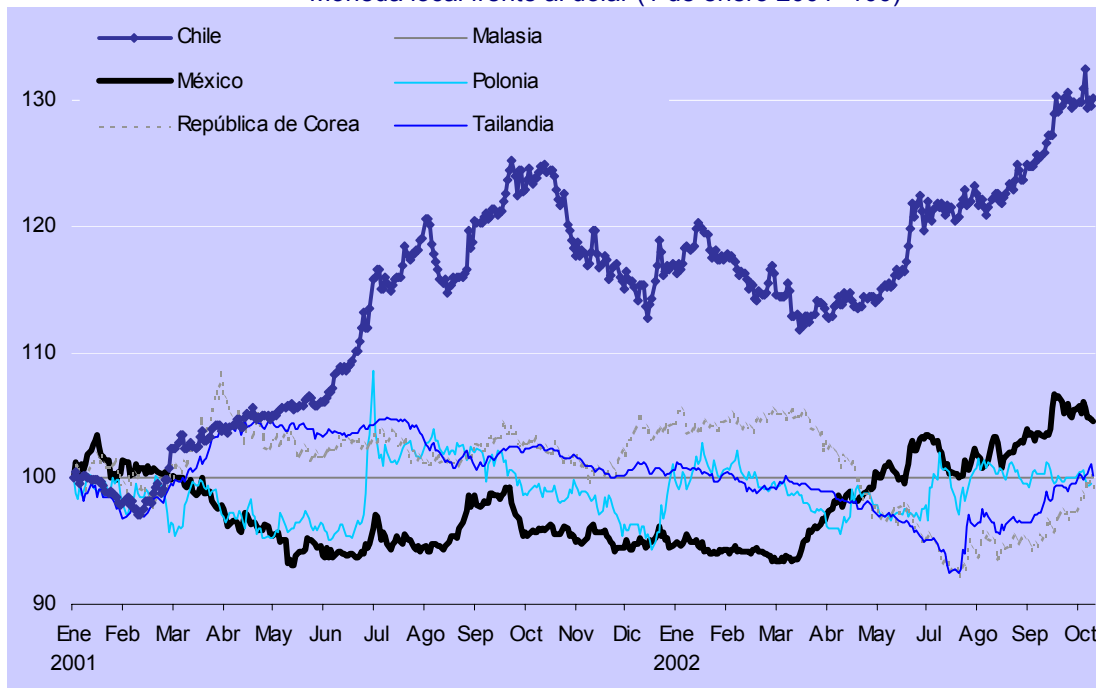


Fuente: Reuters y Banco de México.

Asimismo, cabe señalar que el comportamiento del peso mexicano en los últimos dos años no ha sido cualitativamente diferente al de otras monedas de economías emergentes que cuentan con grado de inversión (Gráfica 22).

Gráfica 22 Tipos de Cambio de Chile, Corea del Sur, Malasia, México, Polonia y Tailandia

Moneda local frente al dólar (1 de enero 2001=100)



Fuente: Bloomberg.

II.2.5. Precios Administrados y Concertados

En septiembre de 2002 el subíndice de los precios administrados y concertados tuvo un incremento a tasa anual de 9.2 por ciento. La inflación anual de este subíndice resultó mayor que la de 6.9 por ciento observada al cierre del trimestre anterior. El repunte se explica por dos causas: el aumento que experimentó el precio de la electricidad residencial, durante julio, agosto y septiembre, y el alza en septiembre del precio del gas doméstico.

En julio, agosto y septiembre la inflación mensual del subíndice de los precios administrados y concertados¹³ resultó respectivamente de -0.11, 0.37 y 0.80 por ciento (Gráfica 23). Cabe destacar que los incrementos mensuales del subíndice de los precios administrados y concertados durante julio y agosto fueron mayores que los correspondientes durante los mismos meses de 2001¹⁴. En consecuencia, la inflación anual del subíndice de los precios administrados y concertados aumentó en el trimestre 4.2 puntos porcentuales con respecto a igual periodo del año anterior.

El incremento de dicho subíndice durante el trimestre de estudio se debió principalmente al comportamiento de los precios administrados. En julio, agosto y septiembre éstos registraron variaciones mensuales respectivas de -0.36, 0.71 y 1.49 por ciento. Por otra parte, los de los bienes y servicios concertados experimentaron incrementos mensuales de 0.10, 0.09 y 0.22 por ciento.

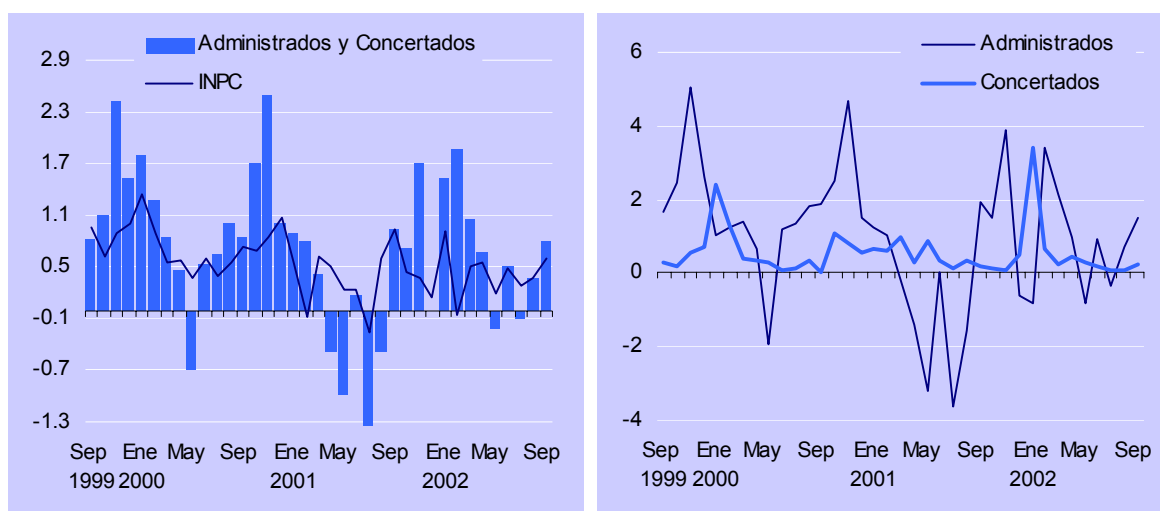
El aumento que registró el índice de los precios administrados se explica, a su vez, por la elevación de las tarifas de la electricidad residencial. Al respecto, en julio, agosto y septiembre el precio de la electricidad mostró un incremento mensual de 0.92, 1.32 y 0.74 por ciento, respectivamente. En julio, agosto y septiembre de 2001 las inflaciones mensuales respectivas fueron de 0.72, .92 y 0.71 por ciento. Es importante advertir que durante el cuarto trimestre podría tener lugar también un aumento de la inflación mensual de la electricidad. Ello, ya que en octubre y

¹³ La canasta del subíndice de los precios administrados se compone de los siguientes productos: gasolina de bajo octanaje, gasolina de alto octanaje, gas doméstico y electricidad. Los bienes y servicios con precios concertados son: telefonía de larga distancia internacional, telefonía de larga distancia nacional, telefonía local, línea telefónica, taxi, autobús urbano, metro o transporte eléctrico, transporte colectivo, autobús foráneo, estacionamientos, tenencia de automóvil, cuotas de autopistas, aceites lubricantes y cuotas y licencias. A partir de julio el genérico gasolina se dividió en dos rubros: gasolina de bajo octanaje y gasolina de alto octanaje. Asimismo, los genéricos gas doméstico y combustóleo se integraron en uno sólo (gas).

¹⁴ Las variaciones en julio, agosto y septiembre de 2001 fueron -1.51, -0.48 y 0.93 por ciento, respectivamente.

noviembre se cancelan las tarifas reducidas de verano para zonas cálidas que entraron en vigor en abril y mayo.

Gráfica 23 Subíndice de los Precios Administrados y Concertados e INPC
Variación mensual en por ciento



Finalmente, resulta importante señalar que durante septiembre la cotización del gas doméstico experimentó un incremento de 5.05 por ciento respecto a la del mes anterior. Este aumento mensual fue el más pronunciado que ha mostrado dicho precio desde mayo de 2002, y contribuyó a la mayor inflación del subíndice de los precios administrados y concertados en septiembre. El alza en el precio del gas doméstico, obedeció en parte al incremento del precio internacional del gas (utilizado como referencia).

II.2.6. Resumen

En el periodo julio-septiembre de 2002, la inflación general anual resultó muy volátil, ubicándose al cierre en un nivel similar al que registró en el trimestre precedente. En contraste, la inflación anual subyacente tuvo en el periodo un comportamiento estable, exhibiendo una ligera baja en septiembre. Los altibajos que mostró la inflación anual del INPC en el trimestre fueron el reflejo de la evolución de los subíndices de precios que se excluyen de la inflación subyacente. Al respecto, la inflación anual del subíndice de los precios administrados tuvo una evolución desfavorable, mientras que la del subíndice de los precios concertados disminuyó marginalmente. Por otra parte, las inflaciones anuales de los

subíndices de los productos agropecuarios y de los servicios educativos experimentaron una reducción significativa.

El descenso de la inflación anual subyacente de las mercancías prosiguió en el trimestre reportado, a pesar de la depreciación cambiaria. Por otra parte, la inflación anual subyacente de los servicios continuó disminuyendo, si bien marginalmente. Como consecuencia de lo anterior, la inflación anual subyacente de los servicios ha acumulado en lo que va del año una reducción significativamente inferior a la de las mercancías. No obstante, ello no se convirtió en un fenómeno generalizado en el sector de los servicios. De hecho, se explica por el repunte que tuvo la inflación anual de genéricos cuya ponderación en el subíndice es importante (vivienda propia y renta de vivienda), o bien cuyo precio aumentó significativamente (seguro de automóvil).

Finalmente, la información disponible indica que en el tercer trimestre continuó la recuperación de la actividad económica y del empleo que comenzó en el segundo, pero a un ritmo más lento que el esperado. Lo anterior, aunado a la debilidad de la economía mundial, apunta a que se prolongará el período durante el cual el crecimiento en México se ubicará por debajo del potencial.

III. La Política Monetaria Durante el Tercer Trimestre de 2002

En la presente sección se exponen las razones que llevaron a la Junta de Gobierno del Banco de México a incrementar el nivel del “corto” el pasado 23 de septiembre. También se incorpora un breve análisis de la evolución en el trimestre de las expectativas de inflación y de las tasas de interés. El comportamiento de estas dos variables complementa la información obtenida del nivel y de los cambios del “corto” en el análisis de las condiciones monetarias. Por último, se explica la trayectoria que mostraron durante el periodo de referencia la base monetaria y otros agregados monetarios y crediticios.

III.1. Acciones de Política Monetaria

Durante el primer semestre de 2002, el Banco de México decidió incrementar el “corto” el 8 de febrero y posteriormente lo redujo el 12 de abril, llevándolo de nuevo al nivel que tenía antes de la ampliación original. La restricción monetaria se había intensificado con la finalidad de evitar un posible deterioro de las expectativas de inflación y de prevenir un contagio sobre la inflación general. Ello, debido al impacto inflacionario susceptible de provenir de la eliminación parcial del subsidio a las tarifas eléctricas residenciales que entró en vigor a partir del 8 de febrero. La disminución del “corto” del 12 de abril se fundamentó en las siguientes razones: i) que no se materializó el contagio. Es decir, no se presentaron presiones inflacionarias asociadas a los incrementos en los precios públicos mencionados; ii) la atenuación que empezaron a mostrar en el primer trimestre los incrementos salariales en las revisiones contractuales; y iii) la percepción de que la holgura prevaleciente en el mercado laboral contribuiría a que se produjese una moderación de los incrementos salariales en las negociaciones a celebrarse durante los siguientes meses.

La evolución de los precios y de las expectativas inflacionarias del sector privado a lo largo de los primeros nueve meses de 2002 confirma que las acciones de política monetaria tomadas fueron apropiadas y oportunas. De diciembre de 2001 a septiembre del presente año la inflación subyacente anual se redujo 1.23 puntos porcentuales mientras que las expectativas inflacionarias para los siguientes 12 meses disminuyeron 0.87

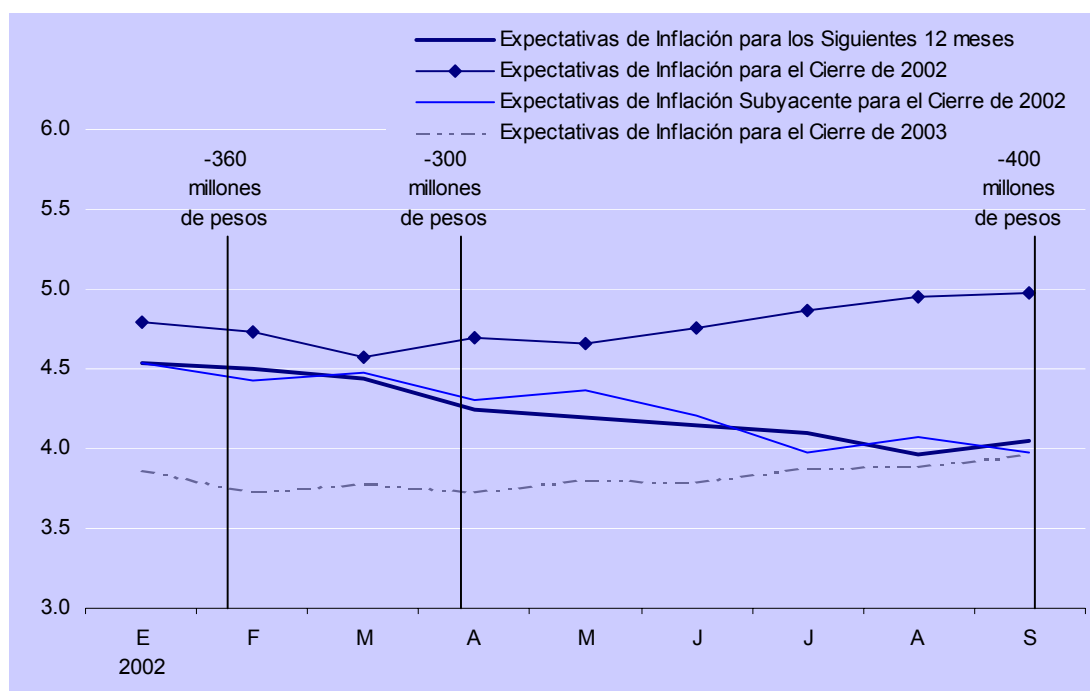
puntos porcentuales. Sin embargo, cabe destacar que no se materializó la moderación de los incrementos salariales contractuales que se esperaba en esas fechas (Gráfica 24).

Ya en el tercer trimestre del año, el 23 de septiembre de 2002 la Junta de Gobierno del Banco de México decidió incrementar el “corto” de 300 a 400 millones de pesos. Esta decisión de modificar la postura de la política monetaria fue prospectiva y congruente con la necesidad de modificar las condiciones monetarias. Ello, con la finalidad concreta de que sea posible alcanzar la meta de inflación de 3 por ciento a finales de 2003, ante la rigidez que han exhibido las expectativas de inflación para dicho año, que en las negociaciones salariales los incrementos nominales muestran escasa flexibilidad a la baja y que el entorno financiero se augura volátil. Los principales factores que influyeron para que se tomara esta medida fueron los siguientes:

- (a) La inflación anual del INPC se incrementó de 4.40 por ciento en diciembre de 2001 a 4.95 por ciento en septiembre de 2002. En el mismo lapso, la inflación anual subyacente se redujo de 5.08 a 3.85 por ciento. Lo anterior implicó que el aumento de la inflación anual medida a través del INPC se debía a que el incremento promedio de la inflación de los subíndices de precios que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente (administrados y concertados, agropecuarios y educación) tuvo una incidencia alcista que no alcanzó a ser compensada en su totalidad por el descenso de la inflación anual del índice subyacente. En particular, de diciembre de 2001 a septiembre de 2002 la inflación anual del subíndice de precios de los bienes administrados y concertados se incrementó de 2.21 a 9.23 por ciento mientras que la inflación anual del subíndice de los productos agropecuarios pasó de 1.35 a 2.38 por ciento;
- (b) La volatilidad que experimentaron los mercados financieros internacionales y nacionales en septiembre incrementó la incertidumbre sobre el cumplimiento de las metas de inflación;
- (c) El comportamiento de la inflación del INPC descrito en los párrafos precedentes influyó sobre las expectativas de inflación para 2002, las cuales se encontraban previamente a la elevación del “corto” significativamente por encima de 4.5 por ciento. Por fortuna, dicho comportamiento no contaminó las expectativas de inflación para 2003. Ello fue indicativo de que los

analistas del mercado interpretaban el aumento de la inflación general como un fenómeno transitorio y, por ello, la tendencia inflacionaria de mediano plazo no debía de verse afectada. Sin embargo, los pronósticos de la inflación para 2003 no se habían reducido y todavía se encontraban sustancialmente por encima de la meta de 3 por ciento;

Gráfica 24 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.

- (d) Por otra parte, durante los primeros nueve meses de 2002, la inflación anual del subíndice subyacente de los servicios, el cual representa el 32.5 por ciento del INPC, se redujo, al pasar de 6.87 por ciento en diciembre de 2001 a 6.61 por ciento en septiembre de 2002. En el transcurso, los salarios contractuales tampoco se ajustaron a las condiciones de laxitud prevalecientes en el mercado laboral. Una mayor inflexión a la baja en los incrementos otorgados en los contratos salariales se considera fundamental para lograr una disminución más rápida de la inflación en el sector de los servicios. Por ello, la caída de la inflación anual subyacente ha estado sustentada principalmente en el descenso de la inflación anual del subíndice subyacente de las mercancías –la cual

disminuyó de 3.85 por ciento de diciembre 2001 a 1.85 por ciento en septiembre de 2002. El bajo nivel que ha mostrado la inflación subyacente de las mercancías en los últimos meses confirma que la transmisión de los movimientos cambiarios a los precios ha sido sustancialmente menos intensa que la histórica;

- (e) Debido a los bajos niveles que registra la inflación subyacente de las mercancías es razonable anticipar que este rubro –el cual representa 37 por ciento del INPC– difícilmente pueda contribuir de manera considerable al proceso de reducción de la inflación en 2003. Por tanto, en el próximo año el descenso de la inflación subyacente tendrá que sustentarse en mayor medida en una reducción de la de los servicios. Para ello resulta crucial que los incrementos en las revisiones salariales contractuales se finquen en expectativas de inflación congruentes con la meta de inflación de 3 por ciento para 2003. Que esto ocurra depende en forma determinante de que se logre evitar que las expectativas de inflación para 2003 se vean contaminadas por la revisión al alza que han registrado las expectativas relativas al año en curso; y
- (f) En su momento, el análisis de los determinantes de la inflación indicaba que en el trimestre agosto-octubre la inflación anual del INPC retomaría una tendencia descendente. Sin embargo, debido a las inflaciones mensuales atípicamente bajas que se registraron en noviembre y diciembre de 2001¹⁵, se consideró probable que en el último bimestre del año tuviera lugar un repunte ligero de la inflación del INPC el cual se revertiría a su vez en los primeros meses de 2003. Por otra parte, se previó que la inflación anual subyacente se mantendría relativamente estable durante el resto del año.

Así, con el fin de inducir una corrección de las expectativas inflacionarias de mediano plazo, de coadyuvar a que los ajustes en los mercados financieros nacionales tuvieran lugar de manera ordenada, y de influir para que se observe una mayor congruencia entre las revisiones de los salarios contractuales, los objetivos de inflación y las condiciones prevalecientes en el mercado laboral, la Junta de Gobierno del Banco de México tomó la decisión de aumentar el “corto” a 400 millones de pesos.

¹⁵ Las inflaciones que se observaron se debieron, fundamentalmente, a las caídas mensuales de 0.8 y 0.2 por ciento del índice de precios de los productos agropecuarios en noviembre y diciembre de 2001, respectivamente.

Si bien hasta el momento de publicar el presente documento no se había percibido un contagio de la expectativa de inflación para 2003, ésta aún se mantenía por encima del objetivo correspondiente. Asimismo, la rigidez a la baja de la inflación de los servicios y de las revisiones de los salarios contractuales representan elementos adicionales que podrían dificultar el cumplimiento de la meta de inflación. Estos factores indican que para estar en posición de alcanzar la meta de inflación en 2003 es necesario contar con condiciones monetarias más restrictivas y enviar una señal clara al mercado de que el Banco de México actuará de manera congruente para propiciarlas.

En otro orden de ideas, la Junta de Gobierno del Banco de México consideró necesario que las instituciones de crédito constituyeran un nuevo depósito obligatorio por 150,000 millones de pesos a partir del 26 de septiembre. Ello, en razón de que la programación financiera señalaba una expansión de la liquidez en los meses siguientes, proveniente tanto de la operaciones que el Instituto Central realiza con el Sector Público Federal, como de los vencimientos de los bonos de regulación monetaria.

El nuevo depósito sustituyó a los que entonces tenían constituidos las instituciones de crédito en el Banco de México, por 95,396 millones de pesos, y que fueron cancelados en dicha fecha. Los términos del nuevo depósito fueron los siguientes:

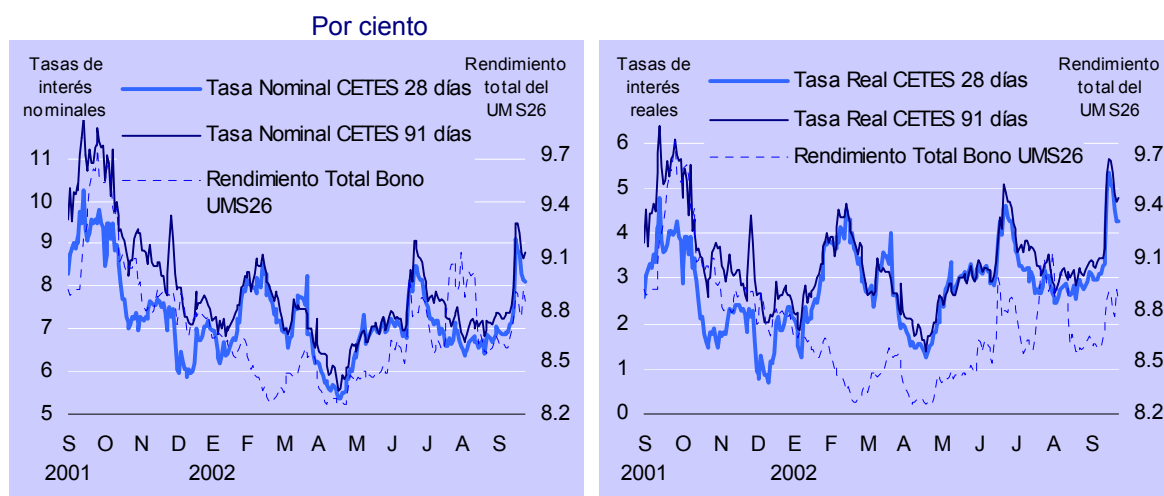
- (a) El plazo sería indefinido y su monto se determinaría en función de los pasivos en moneda nacional de cada banco.
- (b) La tasa de interés estaría referida al “fondeo” bancario que publica diariamente el Banco de México, se capitalizaría todos los días y sería pagadera cada 28 días.

Cabe subrayar que la constitución del nuevo depósito no modificó la postura de la política monetaria del Banco de México¹⁶.

Durante el tercer trimestre persistió un entorno internacional adverso para todas las economías emergentes a la vez de que se deterioró la confianza en una recuperación más sólida de la economía estadounidense. Ello incidió de manera negativa sobre las perspectivas de crecimiento para la economía de México. Adicionalmente, las primas de riesgo de los bonos soberanos de las economías emergentes se incrementaron considerablemente, mientras que los índices de los mercados financieros de los Estados Unidos continuaron cayendo.

¹⁶ Boletín de prensa del Banco de México del 28 de agosto de 2002.

Gráfica 25 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales^{1/} y Rendimiento Total del Bono UMS26



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

El contexto internacional adverso ha ejercido influencia sobre el comportamiento del tipo de cambio y de las tasas de interés de los bonos mexicanos colocados en el exterior. Lo anterior se reflejó en el importante incremento de las tasas de interés internas que tuvo lugar a finales del trimestre. Asimismo, en septiembre el mercado comenzó a mostrar preocupación por la posible incidencia de la depreciación del tipo de cambio sobre la inflación, a la vez de que también empezó a consolidarse la percepción de que no se lograría la meta de inflación anual en 2002. Ello podría contaminar las expectativas de inflación de mediano plazo, por lo que el público comenzó a anticipar un incremento del “corto”. Estos factores generaron entre el 12 y el 23 de septiembre un aumento de 139 puntos base en la tasa de “fondeo”. Como se comentó, el incremento del “corto” entró en vigor el 23 de septiembre. La medida indujo un impacto alcista adicional sobre las tasas de interés internas, ya que éstas subieron 90 puntos base entre los 5 días previos al anuncio y los 5 días siguientes a la aplicación de dicha medida. Además, al final del trimestre las tasas de interés parecen haber reflejado un cierto nerviosismo ante la amenaza de una huelga en PEMEX o de que un incremento desproporcionado en la revisión salarial correspondiente pudiera obstaculizar el proceso desinflacionario (Gráfica 25).

Al evaluar las perspectivas de la inflación para 2003 la Junta de Gobierno del Banco de México ha tomado en cuenta tanto el balance neto de los efectos positivos y adversos de las perturbaciones internacionales y nacionales, como la evolución reciente de la inflación y de las expectativas de ésta observada en

los últimos meses. De esta manera, la decisión de incrementar el “corto” a finales del tercer trimestre de 2002 fue congruente con la motivación de propiciar las condiciones monetarias necesarias para que al cierre del año 2003 la inflación general alcance un nivel de 3 por ciento. Al efecto, cabe anticipar que en ausencia de incrementos desproporcionados en los precios y tarifas del sector público y con un entorno externo relativamente estable será factible observar una disminución significativa de la inflación anual del INPC en la primera mitad de 2003, a la vez que una caída adicional de la subyacente. Ello permitirá situarse en una trayectoria congruente con la consecución de una inflación de 3 por ciento a finales del año próximo.

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

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

En el periodo julio-septiembre de 2002 el crecimiento a tasa anual promedio del saldo de la base monetaria (17.8 por ciento) resultó superior al observado en el trimestre previo (15.3 por ciento). La desviación de dicho saldo con respecto al pronóstico publicado en el programa monetario fue en promedio de 5.1 por ciento y al cierre del trimestre de 6.6 por ciento.

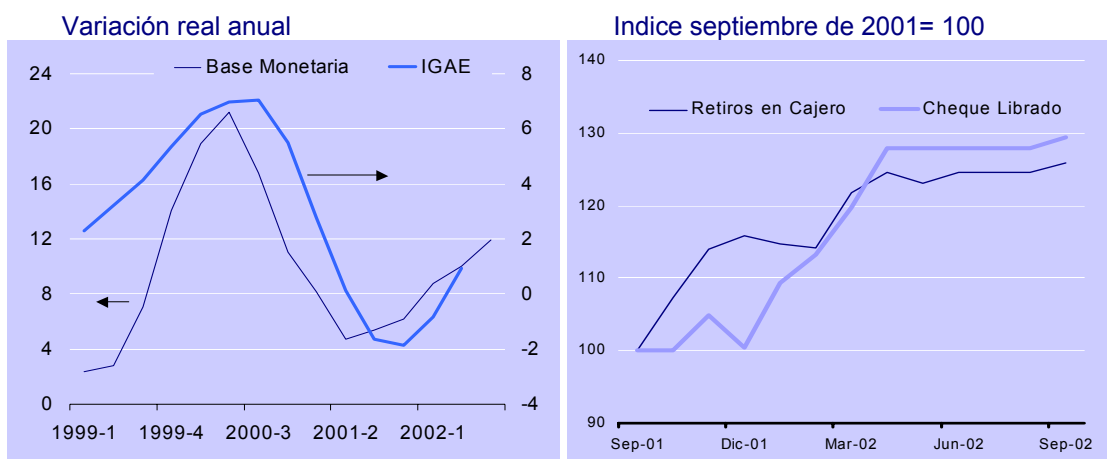
Si bien dicha desviación es más del doble del límite superior del intervalo de confianza determinado al principio del año, la información disponible permite anticipar que ésta podría ser de carácter temporal. Ello, en virtud de que si bien el comportamiento estacional de la base monetaria se ha distanciado del patrón incorporado en el pronóstico (derivado de la información histórica), ha sido similar al que se observó en 2001.

En el mediano plazo existe una relación estrecha entre la actividad económica, las tasas de interés y la demanda de billetes y monedas (Gráfica 26a). En la actualidad, la incipiente recuperación del crecimiento económico y las menores tasas de interés en comparación con las prevalecientes el año pasado han contribuido al aumento de la demanda de base monetaria. Sin embargo, otros factores pueden afectar la cantidad de efectivo que demanda el público, entre los cuales se encuentra el alza de los costos por disposición de efectivo, ya sea a través de cajeros automáticos o por expedición de cheques (Gráfica 26b). Lo anterior, debido a que los consumidores tratarán de reducir dichos

costos disminuyendo la frecuencia de sus retiros de efectivo e incrementando su cuantía. En virtud de que en fechas recientes dichos costos ya no han aumentado, puede considerarse que el efecto haya sido de una sola vez. Por tanto, es de esperarse que no continúen estimulando un crecimiento acelerado de la base monetaria.

Gráfica 26 Base Monetaria

a) Base Monetaria y Actividad Económica ^{1/} b) Costo Promedio de Obtener Efectivo



^{1/} Se utiliza la serie de tendencia del IGAE calculada por el INEGI.
Fuente: Banco de México, INEGI y Condusef.

En el tercer trimestre de 2002 el saldo de los activos internacionales netos del Banco de México aumentó 1,107 millones de dólares, habiendo cerrado en un nivel de 46,737 millones de dólares. La principal fuente de acumulación en el periodo provino de las compras de divisas a PEMEX (1,826 millones de dólares), mientras que el Gobierno Federal demandó divisas por un monto ligeramente inferior (1,441 millones de dólares).

Por otra parte, en el lapso julio-septiembre el crédito interno neto del Banco de México disminuyó 11.6 miles de millones de pesos, alcanzando durante el año una contracción acumulada de 33 miles de millones de pesos (Cuadro 12).

Cuadro 12 Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
Millones

	Saldos		Flujos efectivos			
	Al 31 Dic. 2001	Al 30 Sep. 2002	1 ^{er} Trimestre	2 ^o Trimestre	3 ^{er} Trimestre	acumulados al 30 de septiembre de 2002
(A) Base Monetaria (Pesos)	225,580	210,994	-9,272	-4,416	-899	-14,587
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{2/}	411,315	478,115	13,497	-5,838	10,711	18,370
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	44,857	46,737	1,453	-680	1,107	1,880
Variación de los Activos Internacionales Netos			1,453	-680	1,107	1,880
<i>Pemex</i>			3,382	302	1,826	5,510
<i>Gobierno Federal</i>			-2,004	-1,856	-1,441	-5,301
<i>Otros</i>			75	874	722	1,671
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-185,735	-267,121	-22,769	1,422	-11,610	-32,957
Memorándum:						
(D) Reserva Internacional (Dólares) ^{3/}	40,880	45,108	1,349	494	2,385	4,228

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.

III.2.2. Agregados Monetarios

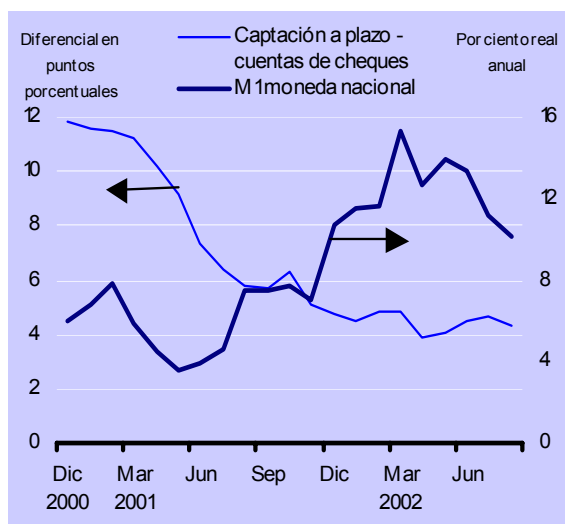
El saldo del medio circulante (M1) creció en promedio durante el trimestre a una tasa de 11.8 por ciento en términos reales (Cuadro 13). El aumento en la demanda de medios de pago obedeció, en parte, a la reducción que han tenido en el año las tasas de interés, las cuales reflejan el costo de oportunidad de mantener saldos líquidos. Por otra parte, también se ha estrechado el diferencial entre el rendimiento que recibe la captación a plazo y el de las cuentas de cheques (Gráfica 27a). En general, esto último se ha reflejado en una mayor participación de la captación líquida (cuentas de cheques y nómina) dentro de la captación bancaria total.

No obstante lo anterior, la tasa de crecimiento real anual de M1 en moneda nacional ha disminuido de forma importante desde marzo de 2002. En consecuencia, ha comenzado a atenuarse la reducción de la velocidad de circulación de dicho agregado (Gráfica 27b).

Gráfica 27 Medio Circulante en Moneda Nacional

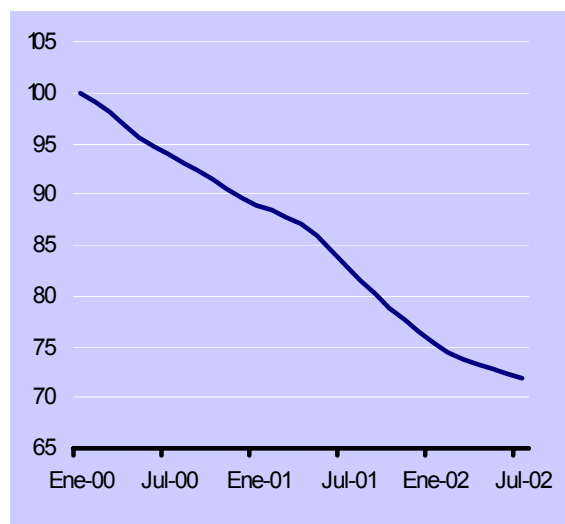
a) Medio Circulante en Moneda Nacional y Diferencial de Tasas de Captación Bancaria

Variación real anual y diferencial en puntos porcentuales



b) Velocidad de Circulación*

Indice enero de 2000=100



*La velocidad de circulación se define como el coeficiente del IGAE al saldo de M1.

En el comportamiento de M1 ha influido también el hecho de que a partir de agosto de este año se diluyó el efecto estadístico alcista sobre las tasas de crecimiento anual, causado por el depósito en cuentas líquidas en moneda extranjera que se constituyó a raíz de la compra de Banamex por Citigroup¹⁷.

Cuadro 13

Agregados Monetarios

Variación real anual de saldos promedio en por ciento

	2001		2002	
	oct-dic	ene-mar	abr-jun	jul-sep
M1	13.86	17.22	17.52	11.76
Billetes y Monedas en Poder del Público	4.88	10.46	12.52	11.41
Cuentas de Cheques M.N.	9.11	11.95	11.27	7.23
Cuentas de Cheques M.E.	64.88	59.87	58.58	23.02
Depósitos en Cuenta Corriente	16.67	22.49	23.57	20.11
M4	10.41	9.70	9.25	6.75
Captación Bancaria	1.34	-3.48	-7.14	-9.04
Valores Públicos ^{1/ 2/}	25.15	25.80	27.91	21.31
Valores Privados ^{2/}	-1.55	17.68	24.78	40.04
Otros Fondos de Vivienda y Retiro ^{3/}	13.75	12.60	11.68	11.45
Memorándum:				
M4 sin SAR ^{4/}	7.47	6.66	6.49	4.06

1/ Incluye valores del Gobierno Federal, BPAS, BREMS, PICS y otros valores emitidos por estados y municipios.

2/ Incluye la tenencia de las Siefores.

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

4/ Excluye la tenencia de valores públicos y privados de las Siefores, así como a los otros fondos de vivienda y retiro.

¹⁷ Ver "Informe Sobre la Inflación: Julio-Septiembre 2001".

El agregado monetario amplio (M4), compuesto por los instrumentos financieros emitidos internamente, ha continuado mostrando menores tasas de crecimiento (Cuadro 13). En términos generales, este comportamiento se explica por la caída en los rendimientos de los instrumentos financieros. Una forma de analizar el efecto que ha tenido la baja de las tasas de interés sobre la evolución del ahorro financiero¹⁸ consiste en calcular la variación en su saldo originado por la reinversión de intereses¹⁹ (Gráfica 28). Así, se obtiene que tan sólo por el efecto de la disminución de las tasas de interés, la tasa de crecimiento del agregado monetario se reduciría a aproximadamente la mitad.

Es importante señalar que la forma en que los movimientos en las tasas de interés se reflejan en la evolución de M4 depende también del patrón de revisión de los rendimientos de los distintos instrumentos financieros, por lo que es previsible que el referido comportamiento ocurra con cierto rezago. En adición a las tasas de interés, existen otros factores que sin duda también han influido sobre la evolución del ahorro financiero, destacando entre ellos la actividad económica.

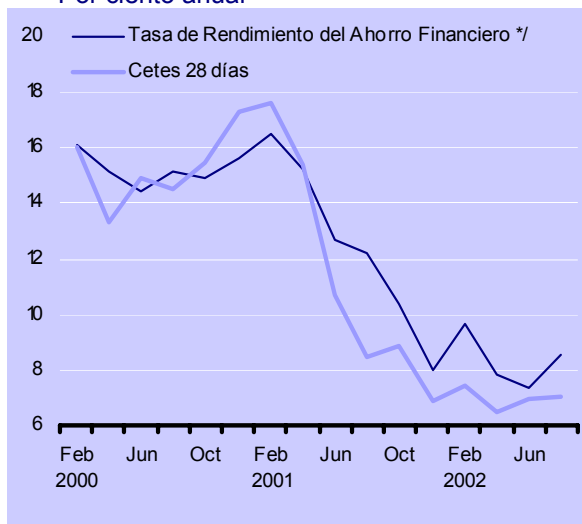
¹⁸ En el contexto de los agregados monetarios, el ahorro financiero se define como el agregado monetario amplio (en este caso M4) menos los billetes y monedas en el público.

¹⁹ Para separar el componente de la acumulación de intereses, primero se obtuvo una tasa de rendimiento para el total del ahorro financiero, construida como un promedio ponderado del CCP y de la tasa de interés implícita de los valores gubernamentales. Dicho rendimiento se utilizó para calcular el incremento en el ahorro financiero explicado por la reinversión de los intereses.

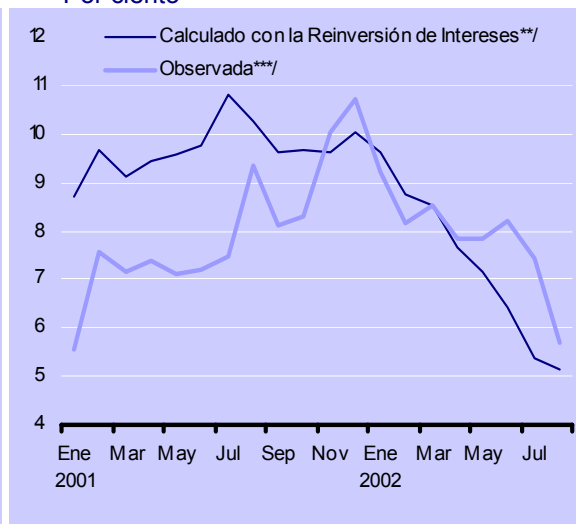
Gráfica 28

Ahorro Financiero

a) Tasa de Rendimiento del Ahorro Financiero y Cetes 28 Días
Por ciento anual



b) Variación Real Anual del Ahorro Financiero
Por ciento



*/ Promedio ponderado del CCP y de la tasa implícita de rendimiento de los valores gubernamentales.

**/ A partir del saldo observado de diciembre de 2000.

***/ Excluye el efecto de la operación Banamex-Citigroup.

Dentro del agregado amplio M4, también es notoria la reducción en términos reales de la captación bancaria, la cual contrasta con el crecimiento de la tenencia de valores tanto públicos como privados. Lo anterior es atribuible a la sustitución que han realizado los grupos financieros, de captación bancaria a plazo por captación a través de fondos de inversión (Cuadro 14).

Cuadro 14

Captación de los Grupos Financieros: Captación a Plazo y de Fondos de Inversión en 2002

Miles de millones de pesos

	Saldo a agosto	Variación acumulada a agosto de 2002
Captación Bancaria	493.9	-43.5
Captación de Fondos de Inversión de Grupos Financieros	273.4	29.9

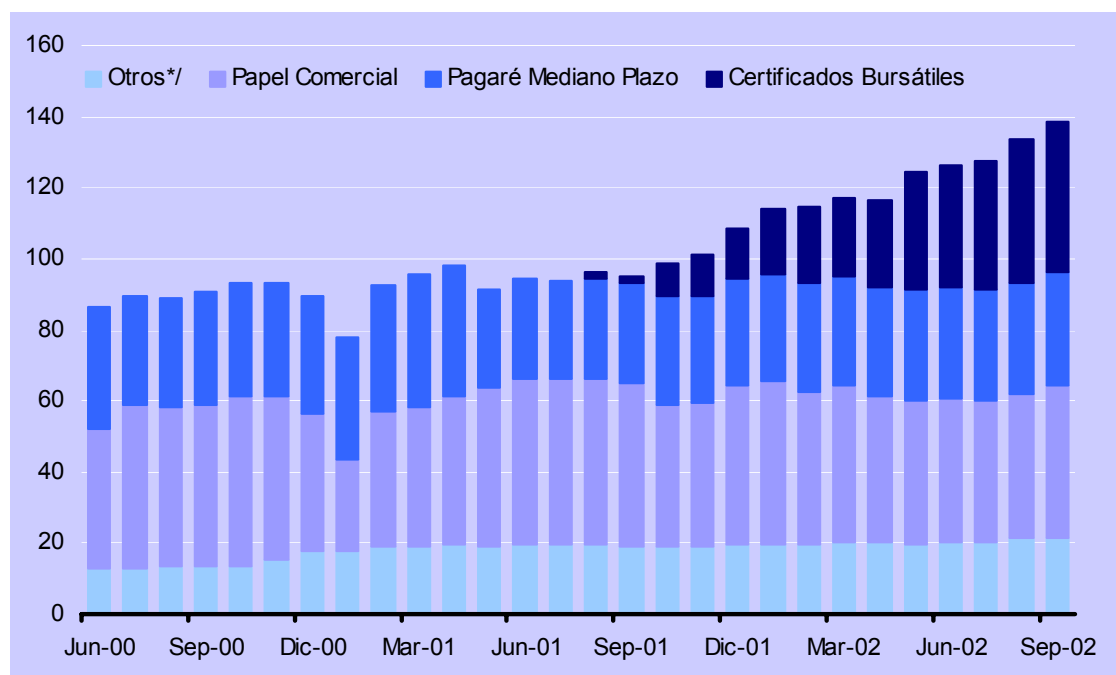
Al cierre de septiembre la tasa de incremento real anual del saldo de los valores privados se ubicó en 48.1 por ciento. Destaca el vigor de los certificados bursátiles, los cuales se han constituido en el instrumento más utilizado para la emisión de deuda corporativa a mediano plazo. En septiembre el saldo de estos títulos representó 30.5 por ciento del total de valores privados,

apenas superado por el del papel comercial (30.9 por ciento del total) (Gráfica 29).

Gráfica 29

Valores Privados

Saldos en miles de millones de pesos



*/ Incluye certificados de participación ordinaria, obligaciones hipotecarias, obligaciones quirografarias, certificados bursátiles a corto plazo y pagares a corto plazo.

III.2.3. Financiamiento al Sector Privado

La información disponible a septiembre de 2002 indica que a pesar de que el crédito directo vigente²⁰ otorgado por la banca comercial al sector privado continúa deprimido, éste mostró una recuperación en el tercer trimestre del año. En dicho periodo el flujo de crédito fue de 14.1 miles de millones de pesos (Cuadro 15). En ese resultado destacó el estancamiento del crédito a la vivienda y a intermediarios financieros no bancarios, el incremento del crédito al consumo y la incipiente recuperación del otorgado a empresas (7.3 miles de millones de pesos en el trimestre).

²⁰ Excluye a la cartera transferida a fideicomisos UDIs y la cesión de derechos sobre cartera al IPAB-FOBAPROA.

Cuadro 15

Crédito Vigente de la Banca Comercial al Sector Privado

Cartera propia ^{1/}

	Saldos en miles de millones de pesos					Flujo en el trimestre	Variación real anual en por ciento
	Jun-01	Sep-01	Dic-01	Jun-02	Sep-02	Jul-02 Sep-02	Sep-01 Sep-02
Cartera Vigente	377.9	384.3	393.5	400.6	414.7	14.1	2.8
Consumo	44.7	46.3	53.5	62.7	69.1	6.4	42.3
Vivienda	47.7	47.1	47.5	48.5	48.7	0.2	-1.4
Empresas y Personas Físicas con Actividad Empresarial	266.9	269.4	265.2	266.5	273.8	7.3	-3.2
Intermediarios Financieros no Bancarios	18.6	21.6	27.3	22.8	23.1	0.3	2.1

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

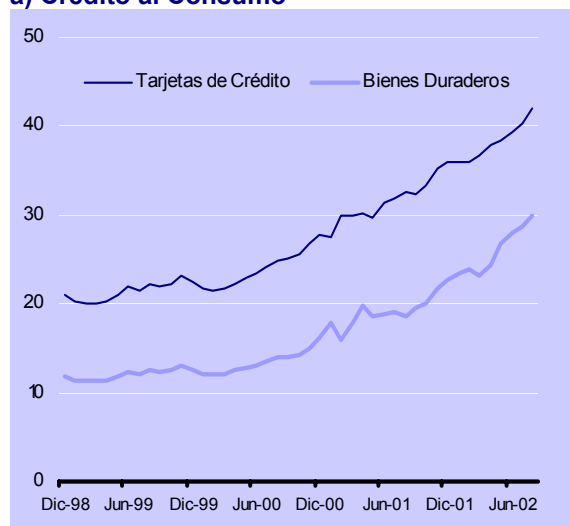
Cabe señalar que la evolución favorable del crédito al consumo ha sido generalizada, puesto que tanto el otorgado a través de tarjetas como el canalizado a la compra de bienes duraderos registraron en agosto importantes incrementos reales anuales (22.7 y 52.6 por ciento, respectivamente). Por lo que respecta al financiamiento a la vivienda, destaca que las Sofoles hipotecarias ya manejan una cartera crediticia mayor que la vigente de la banca comercial que excluye programas de reestructura (Gráfica 30).

Gráfica 30

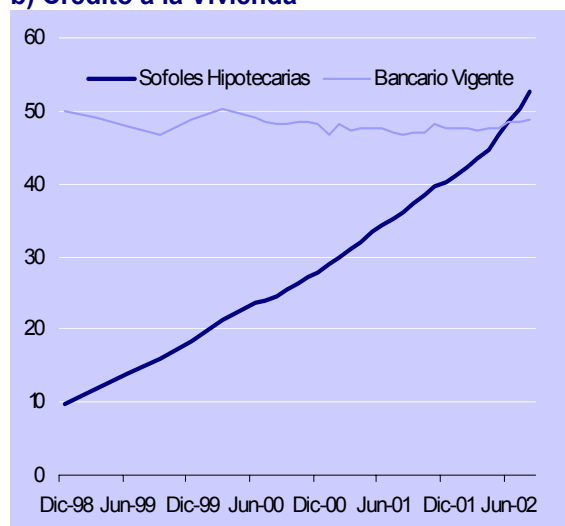
Crédito al Consumo y a la Vivienda Otorgado por la Banca Comercial y por las Sofoles ^{1/}

Saldos Nominales en miles de millones de pesos

a) Crédito al Consumo



b) Crédito a la Vivienda



^{1/} La información de las Sofoles corresponde a la cartera neta de créditos registrada por la AMSOFOL.

Adicionalmente, la información de la balanza de pagos y la del mercado crediticio interno señalan un cambio en la estructura del financiamiento otorgado a las empresas. En particular, durante el segundo trimestre de 2002 se redujo el financiamiento proveniente del exterior y creció el obtenido de fuentes internas (Cuadro 16).

Cuadro 16 **Financiamiento Interno y Externo a Empresas**
Flujos trimestrales en millones de pesos

	2001				2002	
	I	II	III	IV	I	II
Interno	4,465	253	3,141	9,566	-4,422	23,606
Crédito Vigente	-1,467	1,617	2,545	-4,201	-12,994	14,299
Valores	5,932	-1,364	596	13,767	8,572	9,307
Externo	17,246	1,344	7,758	28,682	13,631	-590
Pasivos por Préstamos y Depósitos	2,851	-1,751	12,977	26,289	-381	7,612
Valores Emitidos en el Exterior	14,395	3,095	-5,219	2,394	14,012	-8,202
Total	21,712	1,597	10,900	38,248	9,209	23,016

Las tasas de interés activas aplicadas a los distintos créditos que ofrece la banca han permanecido prácticamente constantes desde el inicio del año y continúan mostrando diferenciales amplios con respecto a las pasivas (Cuadro 17).

Cuadro 17 **Tasas de Interés Activas y Pasivas**
Por ciento anual

	2000	2001	2002	
	Diciembre	Diciembre	Junio	Septiembre
Tasas Activas				
Tarjeta de Crédito	44.88	35.64	35.21	35.52
Hipoteca a Tasa Fija	n.e	18.43	16.58	16.58
Papel Comercial	18.26	7.73	8.62	8.49
Calificación MXA-1	18.22	7.83	8.41	8.11
Calificación MXA-2 y 3	19.35	9.88	10.47	9.66
Cetes a 28 Días	17.05	6.29	7.30	7.34
Tasas Pasivas				
CCP M.N.	15.55	6.49	6.15	5.97
Pagaré Bancario a 28 Días	9.44	3.08	3.25	3.07
Cuentas de Cheques	5.53	2.38	2.34	2.29

Fuente: Banco de México e Infosel.

IV. Perspectivas del Sector Privado²¹

En el transcurso del trimestre julio-septiembre de 2002, los consultores del sector privado revisaron sus pronósticos emitidos el trimestre anterior en el sentido siguiente: menor crecimiento del PIB e inflación más elevada.

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

En general los pronósticos sobre la evolución económica de los Estados Unidos y de México se han deteriorado, en comparación con lo señalado en el Informe anterior. En particular, la mayoría de los analistas privados ha revisado a la baja la tasa de crecimiento estimada para la economía de los Estados Unidos tanto en 2002 como en 2003, al ubicarla respectivamente en 2.4 y 3 por ciento (Cuadro 18). Asimismo, los consultores prevén un crecimiento del PIB real de México en 2002 de 1.58 por ciento, estimación ligeramente menor que la dada a conocer en junio. La única variable cuyo pronóstico mejoró fue el precio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación para 2002.

Se modificaron significativamente al alza las expectativas sobre el nivel del tipo de cambio. Por otra parte, los analistas encuestados prevén un ligero aumento –respecto a septiembre– de los incrementos nominales que se otorguen a los salarios contractuales en octubre y noviembre.

²¹ A menos que se especifique lo contrario, los pronósticos reportados en esta sección se obtienen de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba mensualmente el Banco de México.

Cuadro 18 Expectativas del Sector Privado: Junio y Septiembre de 2002^{1/}

	Junio	Septiembre		Junio	Septiembre
Crecimiento PIB Real en México			Tipo de Cambio		
			(Pesos por Dólar, Cierre del año)		
2002	1.60%	1.58%	2002 Encuesta Banxico	9.80	10.06
2003	4.00%	3.84%	Futuros ^{3/}	10.34	10.39
			2003 Encuesta Banxico	10.18	10.39
			Futuros ^{3/}	10.92	11.22
Déficit Comercial			Mezcla Mexicana de Petróleo		
(Millones de dólares)			(Dólares por Barril en Promedio)		
2002	10,444	8,716	2002 Encuesta Banxico	19.97	21.23
2003	13,042	11,822	Futuros ^{6/}	20.73	22.22
			2003 Futuros ^{6/}	n.d.	21.54
Déficit de la Cuenta Corriente			Incrementos Salariales		
(Millones de dólares)			Para Octubre 2002		
2002	18,979	17,274		n.d.	5.95%
2003	21,864	20,446	Para Noviembre 2002		
				n.d.	5.90%
Inversión Extranjera Directa			Clima de Negocios		
(Millones de dólares)			Mejorará		
2002	13,592	13,147		80.0%	60.0%
2003	14,462	14,177	Permanecerá igual	16.7%	36.7%
			Empeorará	3.3%	3.3%
Crecimiento PIB Real en EUA					
2002 Encuesta Banxico	2.6%	2.4%	2003 Encuesta Banxico	n.d.	3.0%
Consensus Forecasts ^{2/}	2.7%	2.4%	Consensus Forecasts ^{2/}	3.6%	3.0%
Promedio Corredurías ^{4/}	2.8%	2.4%	Promedio Corredurías ^{4/}	n.d.	2.8%
III Trim. Promedio Corredurías ^{5/}	3.6%	3.5%			
IV Trim. Promedio Corredurías ^{5/}	3.6%	2.0%			

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

2/ Consensus Forecasts del 8 de julio y 7 de octubre de 2002.

3/ Los futuros del tipo de cambio corresponden al 28 de junio y al 30 de septiembre de 2002.

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

5/ Variación trimestral anualizada

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

Los indicadores sobre el clima de los negocios y el nivel de confianza muestran un optimismo más moderado que el reportado en junio de 2002. Así, 60 por ciento de los analistas consultados expresó que durante el próximo semestre el ambiente de los negocios mejorará, 37 por ciento mencionó que se mantendrá sin cambio y el resto opinó que se deteriorará.

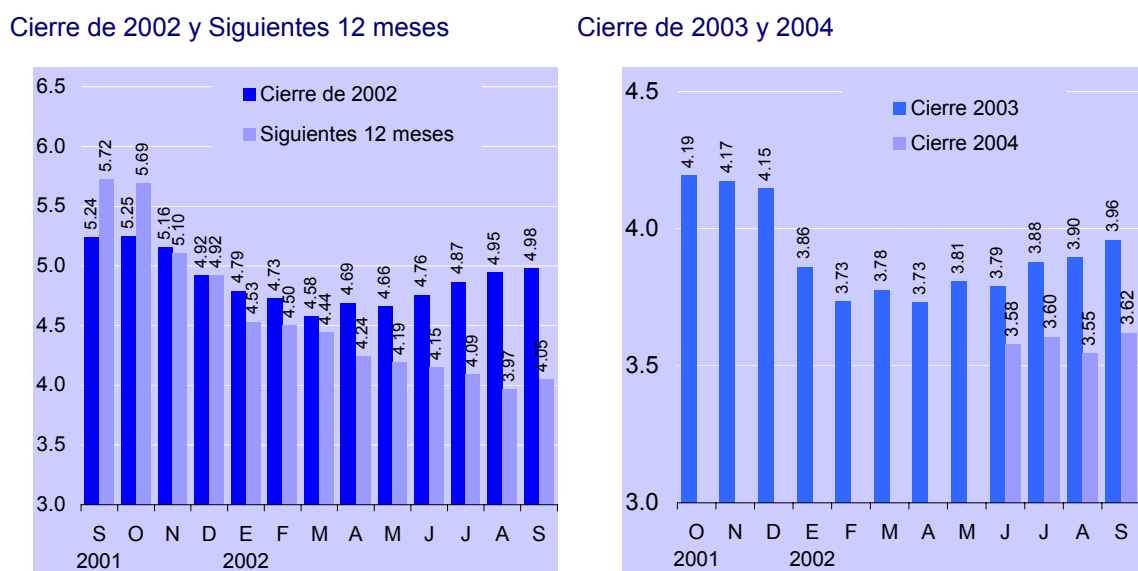
Los analistas consultados consideraron que los principales factores que podrían obstaculizar el ritmo de la actividad económica durante los próximos seis meses son los siguientes: la debilidad de los mercados externos y de la economía mundial (31 por ciento de las respuestas); la inestabilidad financiera internacional (14 por ciento); la incertidumbre política interna (11 por ciento); la inestabilidad política internacional (8 por ciento); y la incertidumbre sobre la situación económica interna (7 por ciento).

IV.2. Expectativas sobre la Inflación

Los pronósticos de los analistas respecto a la inflación mensual en octubre, noviembre y diciembre de 2002 se ubicaron en 0.29, 0.34 y 0.42 por ciento, respectivamente.

La inflación anual esperada para el cierre de 2002 aumentó de 4.76 por ciento en junio a 4.98 por ciento en septiembre. Por otra parte, la expectativa respecto a la inflación subyacente para el cierre de 2002 disminuyó de 4.20 por ciento en junio a 3.97 por ciento en septiembre y la inflación anticipada para los siguientes doce meses se redujo de 4.15 por ciento en junio a 4.05 por ciento en septiembre. Las expectativas de inflación para 2003 y 2004 se ubican, respectivamente, en 3.96 y 3.62 por ciento (Gráfica 31). La revisión al alza de las expectativas de inflación del INPC para 2002 fue reflejo de que en el tercer trimestre la inflación observada fue mayor que la esperada. El descenso tanto de la expectativa de inflación subyacente para el cierre de 2002 como de la expectativa de inflación general para los siguientes doce meses sugiere que no ha tenido lugar una modificación drástica de los pronósticos de inflación para el mediano plazo. Sin embargo, la inflación esperada para el cierre de 2003 registró un aumento ligero durante el trimestre y se encuentra aún por encima de la meta correspondiente.

Gráfica 31 Evolución de las Expectativas de Inflación
Variación anual en por ciento



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

V. Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria

V.1. Evolución del Esquema de Política Monetaria

A partir de la adopción del régimen de libre flotación cambiaria como consecuencia de la crisis de balanza de pagos de 1994-1995, el tipo de cambio dejó de funcionar como el instrumento de política monetaria que orientaba las expectativas de inflación alrededor de los objetivos de la autoridad. En esas circunstancias, la aplicación oportuna de los instrumentos de la política monetaria para la consecución de los objetivos propuestos se convirtió en el ancla nominal de la economía.

Debido a la necesidad de adoptar un ancla nominal visible y estricta como guía de la política monetaria, en el Programa Monetario para 1995 se estableció un límite a la expansión del crédito interno neto del Banco Central durante ese año²². Conviene aclarar que en ese momento no se pensó en dicho límite, o en el crecimiento del saldo de la base monetaria, como una regla que pudiera ser utilizada en forma cuasi-automática para la conducción de la política monetaria. Ello, toda vez que sus limitaciones para tal fin eran conocidas. En adición a la regla explícita relativa al incremento del crédito interno neto, en el Programa Monetario para 1995 se consideró también el uso discrecional de los instrumentos de política para inducir movimientos en las variables financieras y reales y en las expectativas de inflación que determinan las condiciones monetarias, de tal manera que éstas sean propicias para alcanzar el objetivo de inflación adoptado. De esta forma, el primer elemento del programa monetario cumplió la función de establecer un compromiso estricto para limitar la fuente primordial de inflación: la creación excesiva de crédito interno. El segundo consistiría en el manejo discrecional de las condiciones a través de las cuales se otorgaría el crédito interno, dentro de los límites señalados. La finalidad sería la de inducir una evolución de los precios congruente con el objetivo de inflación para ese año.

Asimismo, con el fin de contar con un esquema conforme al cual tanto el tipo de cambio como las tasas de interés fuesen determinadas libremente por el mercado, el Banco de México tomó

²² Este límite se derivó de la estimación del crecimiento de la demanda de base monetaria y del supuesto de una nula acumulación de reservas internacionales en el año.

las siguientes dos decisiones de índole operativa: i) el establecimiento del régimen denominado de “encaje promedio cero” y ii) la utilización del objetivo de saldos acumulados en las cuentas corrientes que mantiene la banca en el Instituto Central como instrumento de la política monetaria. Mediante este último mecanismo, el Banco de México enviaría señales a los mercados financieros, sin predeterminar los niveles de la tasa de interés o del tipo de cambio²³.

La efectividad del “corto”²⁴ para modificar las tasas de interés ha sido comprobada en diversos estudios²⁵. Así, en el esquema de saldos acumulados las tasas de interés son determinadas por la interacción de los participantes en el mercado y las decisiones discrecionales de la autoridad. También existe evidencia de que dicha interacción ha tenido como resultado que el comportamiento de la tasa de interés real haya estado influido por las variables tradicionales que guían las acciones discrecionales de cualquier banco central –entre las que destaca la desviación de la inflación esperada respecto del objetivo– y que dichas tasas han afectado la evolución de la demanda agregada, del crédito y de las expectativas de inflación²⁶. El “corto”, además, ha resultado ser un instrumento muy eficaz para permitir una distribución espontánea de las perturbaciones externas e internas entre el tipo de cambio y las tasas de interés. Esta característica es de suma importancia para una economía que, como la mexicana, ha estado expuesta a una gran volatilidad y a una transmisión intensa de las variaciones del tipo de cambio hacia los precios internos.

Si bien, debido a su amplia utilización a nivel internacional, la fijación de una tasa de interés de corto plazo pudiera ser un instrumento de más fácil comprensión, el esquema de saldos acumulados y el uso del “corto” han sido efectivos, dadas las condiciones de volatilidad por las que ha pasado la economía nacional. La Junta de Gobierno evalúa constantemente la conveniencia de adoptar una tasa de interés como instrumento operativo y considera que la reducción en la volatilidad que ha tenido lugar en los mercados nacionales nos acerca a una situación

²³ Para una explicación detallada de este mecanismo, véase el Informe Anual del Banco de México, 1996, Anexo 4.

²⁴ Cabe recordar que el “corto” es la cantidad de base monetaria que en un periodo de 28 días el Banco de México suministra a una tasa equivalente a dos veces el promedio de las tasas primarias de Cetes a plazo de 28 días que se subastaron durante el periodo de medición de los saldos acumulados. Ver Informe sobre la Inflación, Enero-Marzo 2000, (pag. 23), Octubre-Diciembre 2001 (pag. 72 a 75) y Octubre-Diciembre 2002 (pag.76 a 78).

²⁵ Castellanos, S. (2000), “El Efecto del “Corto” sobre la Estructura de Tasas de Interés”, Documento de Investigación 2000-1, junio, Banco de México.

²⁶ Martínez, L., Sánchez, O. y Werner, A., (2001), “Consideraciones sobre la Conducción de la Política Monetaria y el Mecanismo de Transmisión en México”, Documento de Investigación 2001-2, marzo, Banco de México.

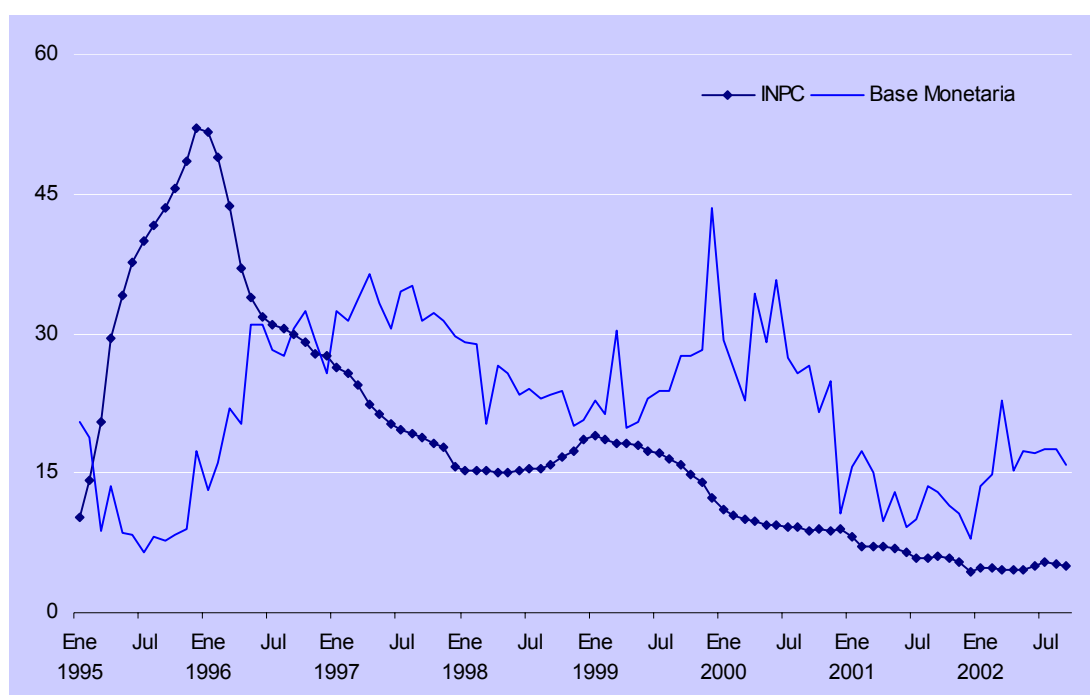
en la que se cumplirían las condiciones necesarias para que esa migración se llevara a cabo. Sin embargo, en razón de la elevada incertidumbre por la que atraviesan actualmente los mercados internacionales y de la vulnerabilidad de los mercados nacionales asociada a los problemas estructurales de las finanzas públicas, la adopción de un instrumento de tasas de interés no tendrá lugar en el futuro próximo.

En los años posteriores a la crisis de balanza de pagos de 1994-1995 se logró una reducción considerable de la inflación, así como un fortalecimiento de la estabilidad de la economía. Asimismo, en esos años la experiencia mostró que en la medida en que la inflación disminuye, la relación entre el dinero y los precios se torna más incierta (Gráfica 32). Ello, como consecuencia del proceso de remonetización que tiene lugar en respuesta a la consolidación de la tendencia descendente de la inflación.

Gráfica 32

Índice Nacional de Precios al Consumidor y Base Monetaria

Variación anual en por ciento



La ausencia de una relación estable o cercana entre los agregados monetarios y la inflación ha llevado a muchos bancos centrales del mundo a reducir la importancia que conceden a la evolución de los primeros como fundamento del análisis y

evaluación de las presiones inflacionarias²⁷. Por ello, en años recientes, se ha enfatizado cada vez más el estudio cuidadoso de diversos indicadores que proporcionan información sobre el fenómeno inflacionario. Esta práctica corresponde al segundo elemento de la política del Banco de México introducido desde el Programa Monetario de 1995, es decir al uso discrecional de los instrumentos de política monetaria para inducir las condiciones monetarias adecuadas a fin de alcanzar los objetivos de inflación.

Debido a que la experiencia propia y ajena ha puesto de manifiesto que la trayectoria de la base monetaria proporciona información imprecisa sobre la evolución de la inflación en el presente y a mediano plazo, el esquema de operación de la política monetaria del Banco de México se ha modificado. La finalidad ha sido incrementar su efectividad y transparencia ante los cambios que ha experimentado la economía en los últimos siete años. La adecuación del esquema de política monetaria tuvo como resultado una convergencia gradual hacia un régimen de objetivos de inflación, cuya adopción definitiva se anunció formalmente en el Programa Monetario para 2001. Un elemento fundamental en esta transición ha sido el esfuerzo que se ha realizado, desde 1999, para incrementar la transparencia, la comunicación y la rendición de cuentas del Instituto Central.

Las principales características del régimen de objetivos de inflación, el cual se basa en la aplicación de medidas discrecionales de política monetaria con el fin de alcanzar las metas de inflación, son las siguientes:

- (a) La confirmación de la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria;
- (b) El anuncio de metas explícitas de inflación para el mediano y largo plazos;
- (c) La existencia de una autoridad monetaria autónoma;
- (d) La aplicación de la política monetaria en un marco de transparencia, el cual se sustenta en una estrategia de comunicación respecto de los objetivos, planes y decisiones de la autoridad monetaria;

²⁷ Mishkin, F. (2000) "De Metas Monetarias a Metas de Inflación: Lecciones de los Países Industrializados", en *Estabilización y Política Monetaria: La Experiencia Internacional. Documentos presentados en el Seminario del 75 Aniversario del Banco de México*, Noviembre 14-15, Banco de México.

- (e) El análisis de todas las fuentes de presiones inflacionarias con el fin de evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios; y
- (f) El uso de mediciones alternativas de la inflación, como la inflación subyacente, para aislar a aquellos fenómenos que inciden de manera transitoria sobre la inflación e identificar la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios.

Uno de los elementos de la evolución del esquema de política monetaria del Banco de México hacia el régimen de objetivos de inflación, ha sido que en los últimos años las acciones de la política monetaria en México se han fundamentado en un análisis continuo de aquellas variables que inciden sobre el comportamiento de la inflación y que sirven para hacer pronósticos del crecimiento de los precios²⁸. Así, cuando el análisis descrito ha indicado que las presiones acumuladas resultan incongruentes con la meta, se ha restringido la política monetaria a través de ampliaciones del “corto”. Ello, con el fin de inducir los movimientos en las variables reales y financieras y en las expectativas de inflación necesarios para que las condiciones monetarias sean las adecuadas para restablecer la compatibilidad entre los pronósticos y las metas de inflación. El incremento de las tasas de interés reales y la modificación de las expectativas de inflación inducidas por una ampliación del “corto”, influyen sobre la evolución de los precios, con rezagos considerables, a través de diversos canales. Estos últimos son conocidos como mecanismos de transmisión de la política monetaria²⁹.

Otro elemento en la evolución del esquema de la política monetaria del Banco de México consistió en el establecimiento de objetivos de inflación para el mediano y largo plazos, como guía de las acciones de la autoridad monetaria. Dicho elemento se derivó de la convicción de la Junta de Gobierno de que, toda vez que la política monetaria incide 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 lo anterior, en enero de 1999 la Junta de Gobierno propuso como

²⁸ Uno de los elementos de dicho análisis es el estudio de la evolución de la inflación subyacente. Debido a que en el corto plazo la inflación del INPC se ve afectada por las perturbaciones transitorias a sus componentes más volátiles, la inflación subyacente es un mejor indicador de la tendencia de la inflación y de su posible trayectoria futura. 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 de 2000, pp. 53-59; y en el Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2001, p. 31.

²⁹ Para una exposición detallada del mecanismo de transmisión de la política monetaria, véase el Informe sobre la Inflación: Abril-Junio de 2000, p. 40.

meta de inflación para el mediano plazo, la convergencia de la misma con la de los principales socios comerciales del país hacia finales del año 2003. Posteriormente, se especificaron objetivos de inflación intermedios con el fin de proporcionar referencias de corto plazo para esa trayectoria hacia la estabilidad de precios. Recientemente la Junta de Gobierno estableció formalmente la meta de inflación para 2003 y definió el objetivo de inflación que guiará las acciones de política monetaria en los años subsecuentes; es decir, determinó el objetivo de inflación de largo plazo. Dicho objetivo señala que la política monetaria se conducirá con el fin de alcanzar en diciembre de 2003 y en los años posteriores una inflación anual del INPC de 3 por ciento. Asimismo, la Junta de Gobierno decidió que alrededor de este objetivo se estableciera un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual³⁰.

Un elemento adicional en la evolución del esquema operativo de la política monetaria fue dotarla de mayor transparencia. Esta decisión se fundó en el reconocimiento de que la complejidad de los canales de transmisión de la política monetaria y la incertidumbre en cuanto a la importancia relativa de cada uno de ellos, hace necesario que los agentes económicos conozcan las bases sobre las cuales la autoridad monetaria finca su análisis de las presiones inflacionarias y de las condiciones monetarias. Así, con la finalidad de proporcionar a los participantes en los mercados mejores elementos de juicio para evaluar las acciones de la autoridad monetaria, la Junta de Gobierno del Banco de México acordó la publicación trimestral del Informe sobre la Inflación a partir del año 2000. En cada uno de estos Informes se detalla la evolución de la inflación, se analizan los factores que la explican y se evalúa la aplicación de la política monetaria en el periodo. La publicación de estos informes constituye un esfuerzo para hacer más transparente la política del Banco Central.

Como se desprende de los párrafos precedentes, durante los últimos siete años, se han venido incorporando los distintos elementos que actualmente conforman el esquema de política monetaria. Esta evolución se explica por la intención de incrementar la efectividad de la política monetaria y al mismo tiempo conseguir que sea más transparente. Ello ha tenido por resultado la convergencia hacia el régimen de objetivos de inflación.

Un procedimiento, utilizado por varios bancos centrales, que contribuye a mantener una estrecha comunicación con el

³⁰ Para una explicación detallada de la especificación del objetivo de inflación de largo plazo, véase el Informe sobre la Inflación: Abril-Junio 2002.

público y a reducir la incertidumbre, consiste en anunciar en fechas preestablecidas las decisiones respecto a la modificación o mantenimiento de la postura de la política monetaria, así como las razones que las fundamentaron. Estas fechas son fijadas con intervalos regulares a lo largo de cada año y se dan a conocer al público de manera anticipada.

Algunos bancos centrales hacen coincidir las fechas de los anuncios de sus decisiones de política monetaria con las de las reuniones de sus órganos de decisión. Sin embargo, en otros bancos centrales no existe una coincidencia estricta. Ello, debido a la necesidad de llevar a cabo una evaluación continua del comportamiento de la inflación, de los factores que pueden afectar su trayectoria en el futuro y de la postura de la política monetaria en función de los objetivos de inflación.

Con base en un análisis cuidadoso de otras experiencias y de la propia, la Junta de Gobierno del Banco de México ha considerado que una vez que se ha conseguido una reducción significativa de la inflación y de la incertidumbre respecto a la evolución de la economía, resulta conveniente que las decisiones de política monetaria se anuncien en fechas predeterminadas. La introducción de un calendario para los anuncios de las decisiones de política monetaria es un elemento más de la evolución del esquema bajo el cual opera la política monetaria del Banco de México.

Dicho calendario reducirá la incertidumbre respecto al momento en que la autoridad monetaria pudiera modificar su instrumento y concentra la discusión pública sobre la postura de la política monetaria. Lo anterior propiciará una operación más eficiente de los mercados financieros. Asimismo, los anuncios de política monetaria en fechas preestablecidas permitirán al Banco Central informar al público de manera regular y oportuna sobre los factores que estuvieran afectando el comportamiento de la inflación, el balance de riesgos en cuanto a la evolución de ésta en el futuro y las razones que sustenten las modificaciones o el mantenimiento de la postura de la política monetaria. Las autoridades de la Institución son de la opinión que esa práctica favorecerá una mejor comprensión por parte del público, a la vez que contribuirá a mejorar la capacidad de los participantes en los mercados para anticipar la posible dirección de los cambios de la política monetaria. Por lo anterior, el establecimiento de un calendario para los anuncios de las decisiones de política monetaria no sólo incrementará la transparencia con la que opera la autoridad monetaria sino que coadyuvará también a reforzar la efectividad de las medidas que adopte.

Con fundamento en los señalamientos anteriores, la Junta de Gobierno del Banco de México ha acordado que las decisiones sobre la postura de la política monetaria que se adopten durante 2003 y en años subsecuentes serán anunciadas en fechas específicas. El calendario para el próximo año se presenta más adelante. Asimismo, la Junta de Gobierno ha considerado oportuno introducir un boletín de prensa mensual a través del cual proporcionará información al público de manera regular y oportuna sobre las razones que motivan las modificaciones o el mantenimiento de la postura de la política monetaria. Sin embargo, al igual que otros bancos centrales, el Banco de México se reserva la facultad de alterar la postura de la política monetaria en fechas distintas a las señaladas en el calendario establecido. Ello, debido a que es necesario prever el caso de que se presentaran circunstancias excepcionales que hicieran necesaria la intervención del Instituto Central.

A continuación se describen los elementos que han sido tomados en cuenta por la Junta de Gobierno para sus decisiones sobre los siguientes asuntos: i) la adopción de un calendario con las fechas en que se anunciarán las decisiones de política monetaria; y ii) los lineamientos de acuerdo a los cuales se determinarán dichas fechas.

V.2. Consideraciones para la Adopción del Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria

Actualmente, la Junta de Gobierno del Banco de México se reúne diariamente. La finalidad de esas sesiones es analizar la información relevante respecto a la evolución de la inflación, de la economía en general y de los mercados financieros, así como evaluar la postura de la política monetaria en función de los objetivos de inflación. Asimismo, la Junta de Gobierno tiene la facultad de anunciar en cualquier fecha la modificación de la postura de la política monetaria. En su caso, la decisión se comunica al público a las 12 horas.

El esquema actual de funcionamiento de la Junta de Gobierno ha demostrado ser efectivo para la conducción de la política monetaria y el cumplimiento de las metas. Sin embargo, en virtud de los logros que se han conseguido en los últimos años en cuanto al abatimiento de la inflación y de la mitigación de la incertidumbre respecto a la evolución de la economía, la necesidad de que el Banco de México cuente con la flexibilidad para modificar la política monetaria en cualquier momento ha

disminuido considerablemente. Por lo anterior, la Junta de Gobierno considera que en el actual contexto es oportuno introducir un calendario con fechas preestablecidas para los anuncios de sus decisiones de política monetaria.

Entre las ventajas que pueden esperarse de la introducción de dicho calendario destacan las siguientes:

- (a) Ofrecer al público una mayor certidumbre respecto a la postura de la política monetaria y a la trayectoria deseable de las tasas de interés en el corto plazo;
- (b) Enfatizar la perspectiva de mediano plazo bajo la cual la Junta de Gobierno del Banco de México enmarca sus decisiones de política monetaria. Los anuncios con intervalos regulares contribuirán a evitar que dichas decisiones sean asociadas por algunos participantes en los mercados con fenómenos que afectan a la inflación de manera transitoria, con los movimientos de algún mercado específico (por ejemplo, el cambiario) o con la publicación de algún dato económico particular;
- (c) La autoridad monetaria informará al público de manera regular y oportuna el balance de riesgos que sustenta la postura de la política monetaria. Esto obedece a que el establecimiento de fechas fijas para los anuncios estará acompañado de la introducción de un elemento adicional de comunicación periódica. Este consistirá en la publicación de un boletín de prensa, a través del cual el Banco de México informe al público sobre las razones que motivan la modificación o el mantenimiento de la postura de la política monetaria. Se espera que ello contribuya a fortalecer la comunicación entre el Banco Central y la sociedad, lo cual, a su vez, incrementará la transparencia de la operación de la política monetaria; y
- (d) El intervalo entre las fechas establecidas para los anuncios de política monetaria brindará al público la seguridad de que la autoridad monetaria dispone de tiempo suficiente para realizar un análisis detallado de las presiones inflacionarias a la luz de los objetivos de inflación propuestos.

En cuanto a las posibles desventajas asociadas con este procedimiento, cabe mencionar las siguientes:

- (a) La pérdida relativa de la flexibilidad con la que cuenta actualmente el Banco de México para modificar la postura de la política monetaria en cualquier momento; y
- (b) Una posible volatilidad indeseable en los mercados financieros alrededor de las fechas de los anuncios de las decisiones de política monetaria.

Respecto a la primera, conviene señalar que en la medida en que la inflación se ha reducido y la economía mexicana es más estable, la urgencia de contar con una gran flexibilidad para alterar en cualquier fecha la postura de la política monetaria ha disminuido. En un contexto de mayor estabilidad, los cambios en las condiciones económicas que pueden motivar una modificación de la política monetaria ocurren de manera gradual, lo cual mitiga la necesidad de que el Banco Central varíe frecuentemente la postura de ésta. Asimismo, el actual régimen de libre determinación del tipo de cambio y de las tasas de interés, permite que tengan lugar ajustes en las condiciones monetarias en el mercado, aun sin una modificación del instrumento de política monetaria.

Con respecto a la segunda consideración, diversos estudios realizados en países cuyos bancos centrales han adoptado un calendario para sus anuncios de política monetaria demuestran que en la práctica no se ha producido una mayor volatilidad en los mercados financieros en la cercanía de las fechas de los anuncios³¹. La ausencia de volatilidad excesiva en los mercados financieros alrededor de dichas fechas se debe en buena medida al uso de mecanismos de comunicación adicionales que permiten a la autoridad monetaria mantener al público informado sobre el comportamiento de la inflación, su posible evolución en el futuro y las razones que motivan las modificaciones o el mantenimiento de la postura de la política monetaria. De este modo, los participantes en los mercados financieros se encuentran en una mejor situación para anticipar los posibles cambios en la política monetaria.

Con base en los elementos anteriores, la Junta de Gobierno considera que la reducción de la inflación, la mayor certidumbre respecto a la evolución de las principales variables económicas y la estabilidad de la economía, hacen aconsejable la adopción de un calendario para los anuncios de las decisiones de política monetaria.

³¹ Al respecto, véanse, para los Estados Unidos: Kuttner, K. (2001), "Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market", *Journal of Monetary Economics*, (47), pp. 523-544; y para el caso del Banco Central Europeo: Gaspar, V., Pérez-Quiroz, G., y Sicilia, J., (2001), "The ECB Monetary Policy Strategy and the Money Market", Working Paper No. 69, julio, Banco Central Europeo.

Por lo anterior, la Junta de Gobierno del Banco de México ha determinado que a partir de enero de 2003 y en años subsecuentes, los anuncios de sus decisiones sobre la postura de la política monetaria tendrán lugar en fechas preestablecidas. De ahí en adelante éstas se presentarán al público cuando se publique el Informe sobre la Inflación correspondiente al tercer trimestre del año inmediato anterior. La autoridad monetaria ha decidido también seguir reservándose la facultad de modificar la postura de la política monetaria en fechas distintas a las preestablecidas en caso de que se presentaran eventos extraordinarios que hicieran necesaria la intervención oportuna del Banco Central. Otro acuerdo de la Junta de Gobierno es el de continuar con el actual esquema de reuniones diarias. Ello, con el fin de evaluar cotidianamente los factores que condicionan el comportamiento de la inflación, los riesgos que rodean a su evolución futura y la postura de la política monetaria en función de los objetivos de inflación acordados.

V.3. Consideraciones para la Determinación del Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria

Una vez aprobada la adopción de un calendario para los anuncios de la política monetaria, resultó necesario definir los siguientes elementos importantes: i) la frecuencia de los anuncios; y ii) la selección de las fechas de los anuncios. Para atender estos puntos, la Junta de Gobierno sopesó los siguientes factores:

- (a) La experiencia internacional indica que la mayoría de los bancos centrales que han incorporado un calendario de fechas fijas para sus anuncios de política monetaria ha establecido entre ocho y veinticuatro anuncios por año (Cuadro 19);

Cuadro 19

Número de Anuncios de Política Monetaria por Año en Países Selectos

País	Anuncios de Política Monetaria por año
Australia ^{1/}	11
Banco Central Europeo ^{2,3/}	11
Brasil	12
Canadá ^{2/}	8
Chile	12
Estados Unidos de América	8
Israel	12
Japón	24
Nueva Zelanda	8
Perú ^{2/}	12
Polonia	12
Reino Unido	12
República Checa	12
República de Corea	12
Suecia	8
Tailandia	8

1/ No se programa anuncio para enero.

2/ Los anuncios no coinciden con las reuniones de los órganos de decisión.

3/ No se programa un anuncio para agosto. Las reuniones del órgano de decisión se llevan a cabo cada dos semanas.

- (b) Lo más adecuado es escoger fechas para los anuncios que no coincidan con la publicación de algún dato particular. Sin embargo, dado el gran volumen de información económica y financiera que se genera en México y en el mundo, resulta imposible encontrar tales fechas. Ante ello, la mejor alternativa consiste en definir una regla de acuerdo a la cual se determinen intervalos regulares entre los anuncios (por ejemplo, cada cuatro semanas, el último lunes de cada mes, etc.);
- (c) Ante la cantidad y el detalle de la información que debe analizarse para formular las decisiones sobre la postura de la política monetaria, es necesario que las fechas de los anuncios estén lo suficientemente separadas.
- (d) La frecuencia de las fechas en las que se anuncien las decisiones de política monetaria debe otorgar al Banco de México la flexibilidad requerida para actuar oportunamente en caso de que resultase necesario modificar la postura de la política monetaria.

Con base en las consideraciones anteriores, la Junta de Gobierno acordó las siguientes reglas generales para la elaboración del calendario de los anuncios de la política monetaria:

- (a) Se establecerán veintitrés fechas por año para los anuncios sobre la postura de la política monetaria. Si bien la estabilidad de la economía mexicana se ha fortalecido en años recientes, todavía subsiste un grado de volatilidad que podría hacer necesaria la modificación de dicha postura de manera frecuente;
- (b) Las fechas de los anuncios se fijarán de conformidad con una regla de frecuencia constante; y
- (c) Cada mes se publicará un boletín de prensa en el que se explicarán al público las decisiones de política monetaria adoptadas en su transcurso y se actualizará el balance de riesgos.

De los criterios anteriores, se derivan los siguientes lineamientos para la determinación de las fechas en las que se realizarán los anuncios de política monetaria y la publicación de los boletines mensuales de prensa:

- (a) Cada mes se emitirán dos tipos de anuncios sobre las decisiones de política monetaria. Específicamente:
 - Anuncio de fin de mes: La modificación o el mantenimiento de la postura de la política monetaria se dará a conocer el viernes inmediato anterior al último lunes de cada mes³². La excepción será diciembre, mes en el cual se adelantará la fecha del anuncio. Asimismo, se expedirá un boletín de prensa en el que el Banco de México puntualizará las razones que motivaron su decisión;
 - Anuncio de mediados de mes: Se establecerán once fechas adicionales en las que se harán anuncios intermedios, que se emitirán los viernes a la mitad del intervalo entre los doce anuncios de fin de mes. No se programará un anuncio intermedio para diciembre. Los anuncios sólo vendrían acompañados de un boletín de prensa en el caso de que se decidiera modificar la postura de la política monetaria; y
 - Los anuncios se harán por medios electrónicos y de otra índole a las 9 horas.

³² Este anuncio no se realiza el último viernes de cada mes debido a que en los meses de publicación del Informe sobre la Inflación, este último será dado a conocer después del boletín. Por lo anterior, podría darse el caso de que el último viernes coincidiera con el último día del mes y, consecuentemente, el boletín y el Informe sobre la Inflación tendrían que publicarse en la misma fecha.

- (b) Aunado a lo anterior, la publicación trimestral del Informe sobre la Inflación se realizará el último lunes, martes o miércoles de enero, abril, julio y octubre; y
- (c) A partir de la publicación del Informe sobre la Inflación correspondiente al tercer trimestre de cada año, estará disponible para consulta en la página de Internet del Banco de México el calendario anual de los anuncios de política monetaria, al igual que el de los boletines mensuales de prensa y el de los Informes sobre la Inflación.

A continuación, se presenta el calendario para los anuncios de política monetaria, los boletines de prensa mensuales y el Informe sobre la Inflación correspondientes a 2003 (Cuadro 20).

Cuadro 20

Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria, Publicación de Boletines de Prensa sobre la Política Monetaria e Informes sobre la Inflación en 2003.

Mes	Anuncios de Política Monetaria	Publicación de Boletines de Prensa	Publicación del Informe sobre la Inflación
Enero	10 y 24	24	29 ^{1/}
Febrero	7 y 21	21	
Marzo	14 y 28	28	
Abril	11 y 25	25	29
Mayo	9 y 23	23	
Junio	13 y 27	27	
Julio	11 y 25	25	30
Agosto	8 y 22	22	
Septiembre	12 y 26	26	
Octubre	10 y 24	24	29
Noviembre	7 y 21	21	
Diciembre	11	11	

^{1/} Incluye el Programa Monetario 2003.

Es de destacarse que la determinación de una periodicidad al menos mensual para la publicación de los boletines de prensa en los que la autoridad monetaria explicará las razones que sustenten la postura de la política monetaria, permitirá al Instituto Central informar sobre sus decisiones de política monetaria con una mayor oportunidad que la que ahora se tiene. En la actualidad, el Banco de México informa sobre la conducción de la política monetaria a través de los Informes sobre la Inflación o mediante los boletines de prensa que acompañan a los anuncios eventuales de las modificaciones de la postura de la política monetaria. Por tanto, la

medida adoptada contribuirá a cubrir los espacios hoy vacíos en la comunicación periódica del Banco de México con el público.

De acuerdo con los lineamientos señalados, el Banco de México deberá explicar al público al menos cada mes las razones que sustentan la postura de la política monetaria. Ello, aun en el caso de que no se acordaran modificaciones de la misma. Así, el Banco Central mantendría informado al público sobre el balance de riesgos y los cambios del mismo que podrían condicionar la evolución futura de la inflación. Este modo de proceder contrasta con la práctica actual en la que el Banco Central informa al público sobre las razones que motivan las decisiones de política monetaria solamente cuando es necesario modificar su postura. Por lo anterior, la relevancia del nuevo procedimiento radica en que en ocasiones resulta igualmente importante explicar al público las razones del mantenimiento de la política monetaria que las motivaciones de su modificación. Esto último, toda vez que en ambos casos la autoridad monetaria proporciona al público información relevante sobre la conducción de la política monetaria.

La Junta de Gobierno del Banco de México confía en que la introducción de este nuevo elemento de su estrategia de política monetaria contribuirá a consolidar los logros alcanzados en los últimos años en cuanto a la reducción de la inflación y a propiciar una mayor estabilidad de la economía. La Junta de Gobierno continuará analizando de manera permanente la evolución de la economía y los resultados de la política monetaria. Así, con base en esos estudios y en la experiencia de otros bancos centrales, el Banco de México seguirá adaptando su esquema de política monetaria con la finalidad de aumentar la transparencia y la efectividad de sus políticas.

VI. Balance de Riesgos y Conclusiones

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

- (a) La desaceleración de la producción industrial en los Estados Unidos y la creciente preocupación sobre el curso futuro de la actividad económica en ese país;
- (b) La volatilidad en los mercados internacionales de valores, el aumento de la aversión al riesgo y el deterioro de la percepción del riesgo país para los mercados emergentes, en especial para América Latina. Ello, como consecuencia de la prolongación de la crisis en Argentina y de la intensificación de los problemas financieros en Brasil;
- (c) La compleja situación geopolítica;
- (d) El pesimismo que prevalece en cuanto al avance de la reforma estructural en México; y
- (e) La incertidumbre que surgió a raíz de la amenaza de una huelga en PEMEX.

Se espera que en el tercer trimestre la tasa de crecimiento anual del PIB real haya sido de 2.0 por ciento, menor que la anticipada originalmente. Lo anterior como consecuencia de la desaceleración de la producción industrial en los Estados Unidos, la cual incidió desfavorablemente sobre esa actividad en México. Al respecto, del segundo al tercer trimestre la tasa de crecimiento mensual promedio de la serie de producción industrial desestacionalizada pasó de 0.41 a 0.04 por ciento en los Estados Unidos y de 0.1 a 0.2 por ciento en México³³. Por otra parte, los principales rubros de la demanda interna también parecen haberse desacelerado en el tercer trimestre, sobre todo si se usan como referencias las variaciones de las series desestacionalizadas. Todos estos factores apuntan hacia una pérdida de vigor de la incipiente recuperación que comenzó a principios de 2002. Asimismo, como se indica en el texto de este Informe, en el trimestre también se observó un ritmo más lento de creación de empleos y un alza de la tasa de desempleo.

³³ Con información a agosto.

Como consecuencia de los factores externos e internos señalados, durante el periodo julio-septiembre persistió el comportamiento poco propicio de los mercados financieros nacionales. En particular destacan los siguientes hechos:

- (a) El riesgo país medido a través del diferencial entre el rendimiento del índice EMBI⁺ y el de un título de largo plazo del gobierno de los Estados Unidos aumentó 113 puntos base;
- (b) El tipo de cambio se depreció 2.5 por ciento; y
- (c) El índice de precios y cotizaciones de la bolsa de valores cayó 11.3 por ciento.

Al igual que lo acontecido durante el segundo trimestre, en el tercero tampoco se presentó evidencia de una transmisión de los movimientos cambiarios a los precios internos. Así, la inflación anual subyacente de las mercancías prosiguió su descenso y se ubicó al cierre de septiembre en 1.85 por ciento. Por su parte, la inflación subyacente anual de los servicios también se redujo durante el tercer trimestre. Sin embargo ésta aún se encuentra en niveles elevados y la baja que ha experimentado a lo largo del año ha sido modesta. Ello ha obedecido en gran medida al incremento de la inflación anual de la vivienda y del seguro de automóvil. Asimismo, la rigidez a la baja de la inflación de los servicios también ha sido consecuencia de incrementos en los salarios reales desligados de las ganancias sostenibles en productividad. No obstante lo anterior, la inflación subyacente anual continuó disminuyendo durante el periodo julio-septiembre.

Como ya se mencionó, el aumento en la inflación anual del subíndice de los precios administrados y concertados fue de tal magnitud que compensó las caídas registradas por la inflación anual de los subíndices de precios subyacentes, agropecuario y de la educación. Por ello, la inflación anual del INPC cerró el tercer trimestre en un nivel prácticamente igual al registrado en junio.

Para lo que resta de 2002, la evolución de la economía mexicana estará supeditada a la de los factores externos ya identificados. En particular, al crecimiento económico en los Estados Unidos y al costo y disponibilidad del financiamiento externo. A continuación se presentan los principales supuestos que sustentan el escenario base del Banco de México respecto al entorno externo en el último trimestre del año:

- (a) El pronóstico relativo al crecimiento económico de los Estados Unidos en 2002 se revisó a la baja, de 2.7 por

ciento en el Informe de Inflación anterior a 2.4 por ciento en el presente. Ello implica una expansión de 3.0 por ciento en el segundo semestre³⁴. Por otra parte, el incremento esperado de la producción industrial en ese país en 2002 disminuyó de 0.2 a -0.4 por ciento. Así, se prevé un crecimiento de 2.8 por ciento de la producción industrial en los Estados Unidos en el cuarto trimestre³⁵;

- (b) Con base 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 ubicará en alrededor de 21.7 dólares por barril; y
- (c) Ante 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 último trimestre se mantendrán las condiciones de acceso a los mercados internacionales de capital en los términos prevalecientes durante las últimas semanas. Asimismo, se prevé que las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos descenderán en el futuro cercano.

Tomando en consideración los supuestos anteriores y la información disponible relativa a la evolución de la economía mexicana en el tercer trimestre del año, se realizó un ejercicio de pronóstico de las principales variables macroeconómicas para lo que resta de 2002. Los resultados de éste se comentan a continuación:

Crecimiento Económico: La estimación del crecimiento económico para 2002 se revisó a la baja, a aproximadamente 1.3 por ciento. Los datos con los que se cuenta sugieren que el crecimiento anual del PIB real en el tercer trimestre fue de alrededor de 2.0 por ciento. Asimismo, se prevé una evolución menos vigorosa de los principales determinantes del crecimiento económico en el último trimestre.

Cuenta Corriente: La expectativa de déficit de la cuenta corriente para 2002 se modificó, al ubicarse por debajo de 3 por ciento del PIB.

Inflación: En lo que concierne a la inflación en lo que resta de 2002, se espera que la subyacente se mantenga

³⁴ Respecto al segundo semestre de 2001.

³⁵ Respecto al cuarto trimestre de 2001.

relativamente constante. Por tanto, la inflación general estará determinada por la trayectoria de los precios de los productos agropecuarios –que es difícil de precisar por lo volátil de los mismos– y por el curso de los precios administrados y concertados –que está influido por los vaivenes de las cotizaciones internacionales de ciertos productos, como el gas. En todo caso, conviene recordar que durante los últimos dos meses de 2001 los precios de los productos agropecuarios resultaron atípicamente bajos y que la variación de los precios administrados en diciembre fue negativa. Como consecuencia de lo anterior, al cierre del presente año podría observarse un efecto alcista de corte estadístico. Es decir, el fenómeno que en 2001 permitió que la inflación general anual cerrara por debajo de la meta y de la inflación subyacente, en el presente año tendería a ubicar a la inflación general por encima de la subyacente. Por añadidura, es oportuno señalar que el alza no prevista de los precios administrados, realizado a principios de 2002, representó un factor de desviación inicial con respecto al objetivo

De tener lugar una divergencia de la inflación anual con relación a la meta de 4.5 por ciento, sería atribuible en su totalidad a los elementos señalados y, por ello, tendría carácter temporal. Si los precios públicos se fijan con la intención de lograr una inflación de 3 por ciento en 2003, en el primer semestre del año próximo podría registrarse una rápida convergencia de la inflación general hacia la subyacente.

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. Así, en el tercer trimestre de 2002 la postura de la política monetaria se determinó prioritariamente con la finalidad de consolidar el entorno monetario congruente con la consecución de la meta de inflación de largo plazo en diciembre de 2003. Sin duda, a lo largo del último trimestre del presente año las decisiones de política monetaria se seguirán rigiendo por el objetivo mencionado. Así, para orientar esas decisiones, resulta imprescindible contar con un pronóstico sobre la evolución de las principales variables macroeconómicas en 2003.

El supuesto relativo al crecimiento del PIB real y de la producción industrial en los Estados Unidos en 2003 se revisó a la baja de 3.5 y 4.2 por ciento, respectivamente, en el Informe anterior a 2.8 y 3.1 por ciento en la actualidad. Los principales analistas de la economía de los Estados Unidos anticipan que, con una elevada probabilidad, ese país podría atacar a Iraq en los próximos meses y que el conflicto será de corta duración. Esto tendría como

consecuencia un aumento adicional temporal de los precios del petróleo y un nerviosismo en los mercados financieros. Estos factores afectarían adversamente la recuperación económica mundial.

Por otra parte, debido a la gran volatilidad que ha exhibido el precio del petróleo y a la elevada incertidumbre que rodea a la estimación de dicho precio para 2003, el Banco de México consideró apropiado basar sus pronósticos macroeconómicos en el supuesto conservador y prudente del Ejecutivo Federal para la mezcla mexicana de petróleo en 2003 de 17 dólares por barril. Con base en lo anterior, la estimación del crecimiento económico en México fue modificada de 4 por ciento en el Informe precedente a alrededor de 3 por ciento en la actualidad. En cuanto a la inflación, el ejercicio indica que la postura actual de la política monetaria es congruente con su descenso en 2003 y con el cumplimiento del objetivo propuesto. Sin embargo, una inflación general anual de 3 por ciento es una meta ambiciosa y su logro requerirá de cambios importantes en el comportamiento de algunos de sus componentes. En particular se señalan los siguientes:

- (a) Si bien la inflación subyacente anual descendió considerablemente en 2002, ello estuvo influido en gran medida por la notable disminución de la inflación subyacente de las mercancías. Dado el bajo nivel que ésta ha alcanzado, lo más probable es que en 2003 ya no se reduzca. Así, la caída de la inflación subyacente el próximo año tendrá que sustentarse fundamentalmente en el descenso de la de los servicios. En consecuencia, resultará necesario que las negociaciones de los salarios contractuales sean congruentes con el objetivo de inflación de 3 por ciento y con las ganancias sostenibles en productividad;
- (b) La determinación de los precios administrados y concertados deberá ser compatible con el objetivo de inflación; y
- (c) El subíndice de precios agropecuarios, no obstante su volatilidad característica, deberá tener una evolución razonablemente acorde con la meta de inflación.

El escenario central para lo que resta de 2002 y 2003 implica que el crecimiento promedio de la economía nacional en el periodo 2001-2003 será de aproximadamente 1.4 por ciento, sustancialmente inferior al potencial. Lo anterior vendrá

acompañado de una muy débil creación de empleos. La causa principal de esta fase de bajo crecimiento económico nacional es la endeble expansión a nivel mundial. Sin embargo, para contrarrestar las influencias del exterior es preciso fortalecer las fuentes internas de crecimiento. Ello, por medio de la instrumentación de las reformas estructurales pendientes que contribuyan a incrementar la productividad de los factores de la producción y a flexibilizar sus mercados.

El escenario base para lo que resta de 2002 y 2003 está sujeto a un grado atípico de incertidumbre. Lo anterior como reflejo de los importantes riesgos a los que se enfrenta la incipiente recuperación económica mundial. Entre los riesgos externos más importantes destacan los siguientes:

- (a) Que el crecimiento económico en los Estados Unidos sea menor que el anticipado y que, en un caso extremo, la economía experimentase una nueva recesión. Este escenario podría materializarse de ocurrir un conflicto militar amplio y de larga duración en Iraq o si el ajuste a la baja de la tasa de crecimiento del consumo en los Estados Unidos resultara más pronunciado que el anticipado; y
- (b) Que tuviera lugar una reducción adicional de los flujos de capital a las economías de América Latina, como consecuencia de un escenario de mayores dificultades financieras.

La probabilidad del primero de los riesgos ha aumentado en los últimos meses, a la luz de la evolución de algunos indicadores económicos de los Estados Unidos y, especialmente, a raíz de las caídas de los índices de confianza, de la actividad industrial y de los mercados de valores. Esto último por su incidencia adversa sobre la confianza de los consumidores. Por tanto, ha ganado adeptos la percepción de que la economía estadounidense podría sufrir una recaída y transitar a una senda de crecimiento lento o incluso caer en una recesión. Lo anterior se ve agravado por los desequilibrios macroeconómicos de consideración que aún persisten. En particular, el bajo nivel de ahorro y el amplio déficit de la cuenta corriente constituyen fuentes importantes de vulnerabilidad. Su corrección brusca incidiría severamente sobre la cotización del dólar y muy probablemente vendría acompañada de mayor volatilidad en los mercados internacionales de capital.

La inestabilidad en Brasil y el sesgo en el discurso de los gobiernos del G-7 a favor del uso de reestructuraciones de la deuda

en los programas para enfrentar las crisis en los mercados emergentes también han elevado el riesgo percibido de invertir en dichos mercados.

La materialización de cualquiera de estos escenarios ciertamente obstaculizaría el crecimiento económico mexicano. Sin embargo, el efecto sobre la inflación sería ambiguo. Si bien un crecimiento económico más pausado estaría asociado a un debilitamiento de las presiones inflacionarias, 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 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 riesgos internos a los que se encuentra sujeto el escenario base planteado son los siguientes:

- (a) Que la falta de avance en la agenda de reformas estructurales llevara a una revisión a la baja en las expectativas de crecimiento de mediano y largo plazos de la economía mexicana. Como se mencionó, este riesgo ha aumentado en la medida que el impulso externo que benefició notablemente a la economía mexicana de 1996 a 2000 se ha debilitado considerablemente;
- (b) Que el periodo de bajo crecimiento por el que está atravesando la economía mexicana y la falta de una reforma fiscal integral afectaran la percepción en cuanto a la solvencia de las finanzas públicas;
- (c) Que se materializara una transmisión más intensa de los movimientos cambiarios a los precios internos; y
- (d) Que no se lograra la inflexión salarial necesaria para inducir un descenso significativo de la inflación subyacente de los servicios.

La falta de avance en la agenda de reformas estructurales y la vulnerabilidad de las finanzas públicas, amplifican los efectos negativos de un entorno internacional de bajo crecimiento y volatilidad financiera. Esta parálisis desestimula la inversión, tanto nacional como extranjera, lo cual afecta el crecimiento de la economía, del empleo y del salario real. Eventualmente, la combinación de un entorno de bajo crecimiento y vulnerabilidad fiscal erosionará las fortalezas financieras de la economía mexicana y podría hacerla vulnerable a episodios de presiones especulativas.

Por otra parte, de presentarse cualquiera de los fenómenos descritos en los incisos (c) y (d), la aplicación de una política monetaria más restrictiva sería necesaria para alcanzar el objetivo de inflación de 3 por ciento al cierre de 2003.

Cabe reiterar que aún en el escenario central delineado, el logro del objetivo de inflación de largo plazo al cierre de 2003 es una empresa ambiciosa.

La elevada incertidumbre que hoy caracteriza al entorno externo dificulta aún más el diagnóstico y la instrumentación de las políticas económicas. Por ello, las modificaciones al esquema de objetivos de inflación presentadas en este documento contribuirán a atenuar la incertidumbre en cuanto a la fecha precisa de las decisiones de política monetaria y a las razones que las sustentan. De esta manera, coadyuvarán a aumentar la efectividad de éstas. 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 que se identifiquen, se determinarán las acciones de política monetaria que se juzguen necesarias para alcanzar los objetivos planteados.