

# Informe sobre la Inflación

---

Enero – Marzo 2002



BANCO DE MEXICO

ABRIL, 2002

---



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

**Subgobernadores**

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB



### ***ADVERTENCIA***

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



## INDICE

|   |           |
|---|-----------|
| <b>I. Introducción</b>  | <b>1</b>  |
| <b>II. Evolución Reciente de la Inflación</b>   | <b>3</b>  |
| II.1. Comportamiento de los Distintos Indicadores de la Inflación   | 4         |
| II.1.1. Inflación Anual del Indice Nacional de Precios al Consumidor y del Indice de Precios Subyacente   | 4         |
| II.1.2. Inflación Mensual del Indice Nacional de Precios al Consumidor y del Indice de Precios Subyacente | 7         |
| II.1.3. Indice Nacional de Precios Productor  | 9         |
| II.1.4. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación   | 10        |
| II.2. Principales Determinantes de la Inflación   | 10        |
| II.2.1. Entorno Externo   | 11        |
| II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo   | 23        |
| II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas  | 32        |
| II.2.4. Balanza de Pagos, Flujos de Capital y Tipo de Cambio  | 36        |
| II.2.5. Precios Administrados y Concertados   | 38        |
| II.2.6. Resumen   | 40        |
| <b>III. La Política Monetaria Durante el Primer Trimestre de 2002</b>                                     | <b>42</b> |
| III.1. Acciones de Política Monetaria   | 42        |
| III.2. Agregados Monetarios y Crediticios   | 46        |
| III.2.1. Base Monetaria, Activos Internacionales Netos y Crédito Interno Neto                             | 46        |
| III.2.2. Agregados Monetarios   | 47        |
| III.2.3. Financiamiento al Sector Privado   | 50        |
| <b>IV. Perspectivas del Sector Privado</b>  | <b>53</b> |
| IV.1. Pronóstico sobre los Principales Determinantes de la Inflación                                      | 53        |
| IV.2. Expectativas sobre la Inflación   | 57        |
| <b>V. Balance de Riesgos y Conclusiones</b>   | <b>59</b> |





## I. Introducción

---

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

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

Sin embargo, en el periodo enero-marzo tuvo lugar un repunte de la tasa de crecimiento anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). Ello, como había advertido el Banco de México al inicio del año, fue reflejo principalmente de dos factores. En primer lugar, la inflación anual de los bienes agropecuarios se incrementó, debido en parte a un efecto estadístico. Aunque la desinflación acumulada por dichos bienes en el trimestre fue pronunciada, resultó menor que la observada en el mismo lapso del año anterior. En segundo lugar, la inflación de los bienes administrados y concertados por el sector público aumentó de forma importante de diciembre de 2001 a marzo de 2002. Al evitarse, mediante la ampliación preventiva del “corto”, que los incrementos en estos últimos precios tuvieran un efecto alcista sobre las expectativas de inflación y la determinación de otros precios en la economía, cabe esperar que su impacto sobre la inflación anual se disipe a principios del próximo año. Ello, por tratarse de modificaciones de una sola vez a los precios y no de cambios permanentes en su ritmo de crecimiento. Al absorberse los efectos del ajuste en los precios administrados y concertados y contrarrestarse los movimientos volátiles de los precios agropecuarios, es razonable prever que la inflación del INPC

convergerá rápidamente hacia la tendencia indicada por la subyacente.

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

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

## II. Evolución Reciente de la Inflación

---

La trayectoria de la inflación anual durante el trimestre enero-marzo de 2002 resultó a grandes rasgos acorde con lo previsto en el anterior Informe sobre la Inflación. Así, medida con el INPC aumentó, mientras que la subyacente continuó disminuyendo. No obstante lo señalado, la evolución de ambos índices fue congruente con el objetivo de alcanzar, al final del año, una inflación menor que 4.5 por ciento. En el periodo de análisis destacaron los resultados siguientes:

- (a) La inflación anual del INPC resultó superior en 0.26 puntos porcentuales respecto a su nivel de cierre del trimestre anterior. Por otra parte, en el mismo lapso la inflación subyacente disminuyó 0.54 puntos porcentuales.
- (b) La inflación anual subyacente de las mercancías se redujo. En cuanto a la de los servicios, en los primeros dos meses del trimestre ésta experimentó un repunte, el cual se revirtió parcialmente en marzo.
- (c) El impuesto sobre la venta de bienes y servicios suntuarios tuvo un impacto limitado sobre la inflación.
- (d) La inflación de los precios agropecuarios exhibió una alta volatilidad. Además, su contribución a la inflación anual del INPC experimentó un incremento.
- (e) La inflación anual del subíndice de los precios administrados y concertados registró un aumento importante. Ello se explica por el alza pronunciada que tuvieron los precios del Metro en el Distrito Federal, el transporte urbano, la electricidad, y las cuotas por concepto de licencias y otros documentos oficiales.

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

fenómeno que contribuyó a limitar el alza de los precios de las mercancías.

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

---

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

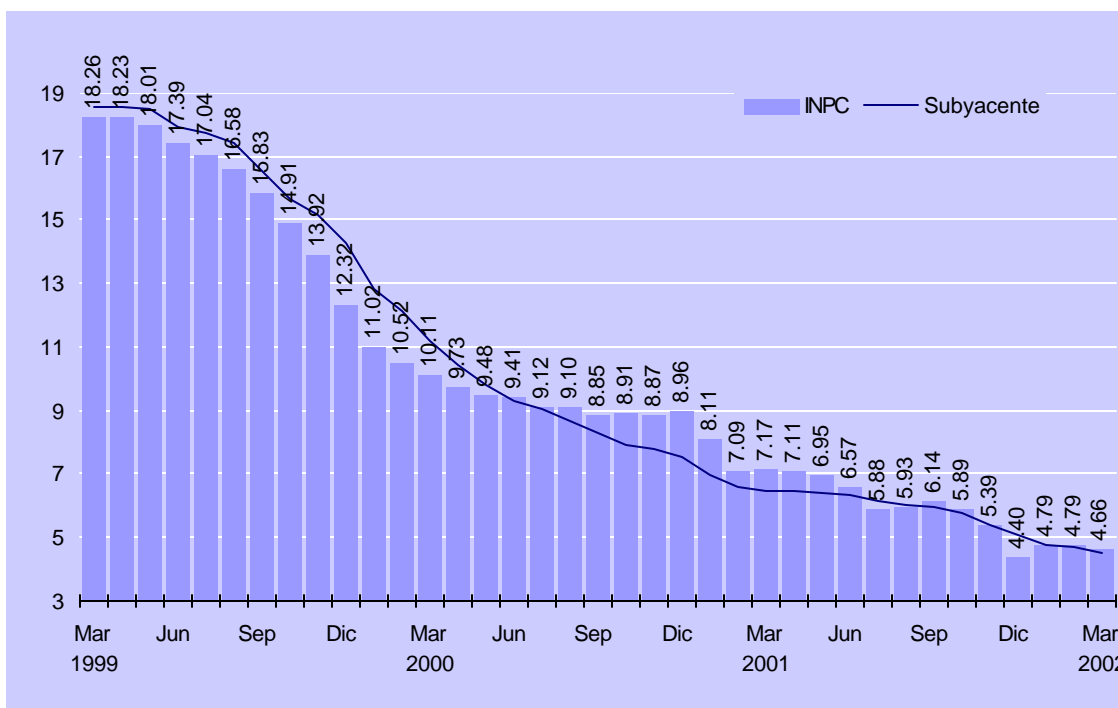
### **II.1.1. Inflación Anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente**

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

Gráfica 1

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

Variación anual en por ciento



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

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

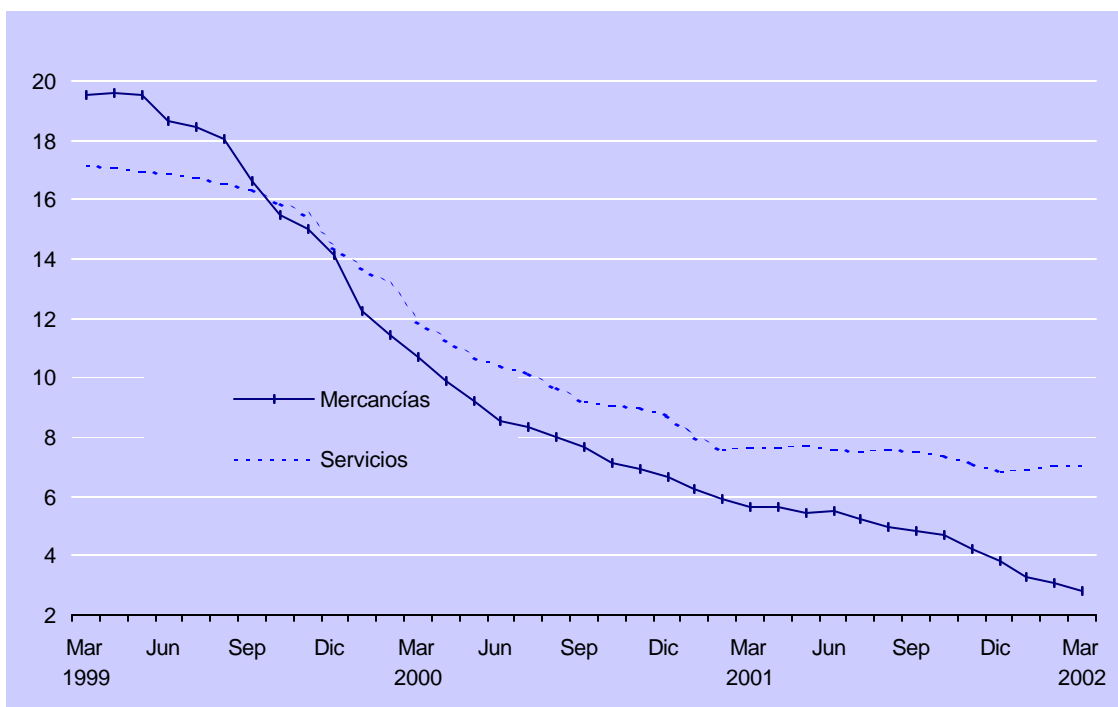
parcialmente compensado por la reducción en el precio del gas doméstico.

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

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

La inflación subyacente de las mercancías disminuyó significativamente en el periodo de análisis. El principal factor causal fue la apreciación del tipo de cambio. Por el contrario, la inflación subyacente de los servicios mostró un ligero repunte y continúa ubicándose en un nivel superior a la de las mercancías (Gráfica 2). Ello provino del impacto que tuvo el nuevo impuesto sobre la venta de bienes y servicios suntuarios, ya que afectó al alza a los precios de los restaurantes, bares y similares, centros nocturnos y cantinas, los cuales tienen una ponderación elevada en el subíndice de precios subyacente de los servicios. Asimismo, aunque la tasa de crecimiento de los salarios contractuales nominales se ha moderado, dicho ajuste no se ha manifestado en igual grado en la inflación de este subíndice. Cabe señalar, que el repunte que resintió la inflación subyacente de los servicios en enero y febrero de 2002 se revirtió parcialmente en marzo.

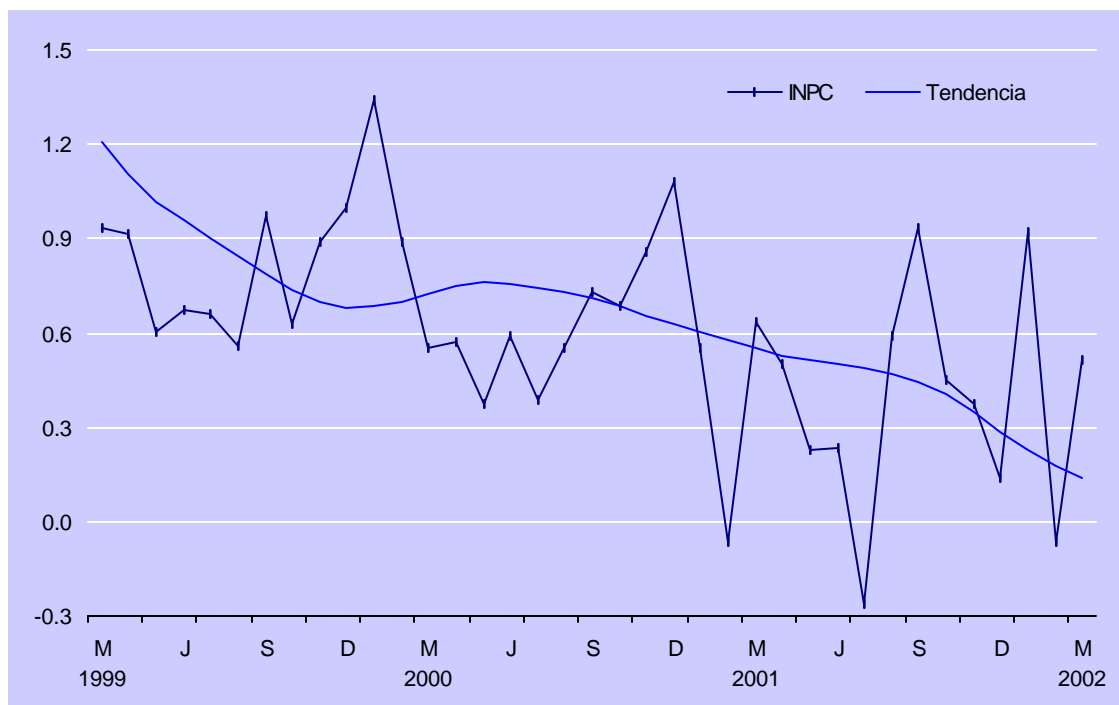
**Gráfica 2** **Indices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios**  
Variación anual en por ciento



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

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

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



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

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

|         | 2002      |                        | 2001      |                        |
|---------|-----------|------------------------|-----------|------------------------|
|         | Observada | Esperada <sup>1/</sup> | Observada | Esperada <sup>1/</sup> |
| Enero   | 0.92      | 0.92                   | 0.55      | 1.13                   |
| Febrero | -0.06     | 0.48                   | -0.07     | 0.73                   |
| Marzo   | 0.51      | 0.39                   | 0.63      | 0.53                   |

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

Como ya se dijo, en general el efecto inflacionario que tuvo en el primer trimestre el nuevo impuesto sobre la venta de bienes y servicios suntuarios fue limitado, debido a la escasa cobertura del gravamen y al retraso en su aplicación. Excluyendo

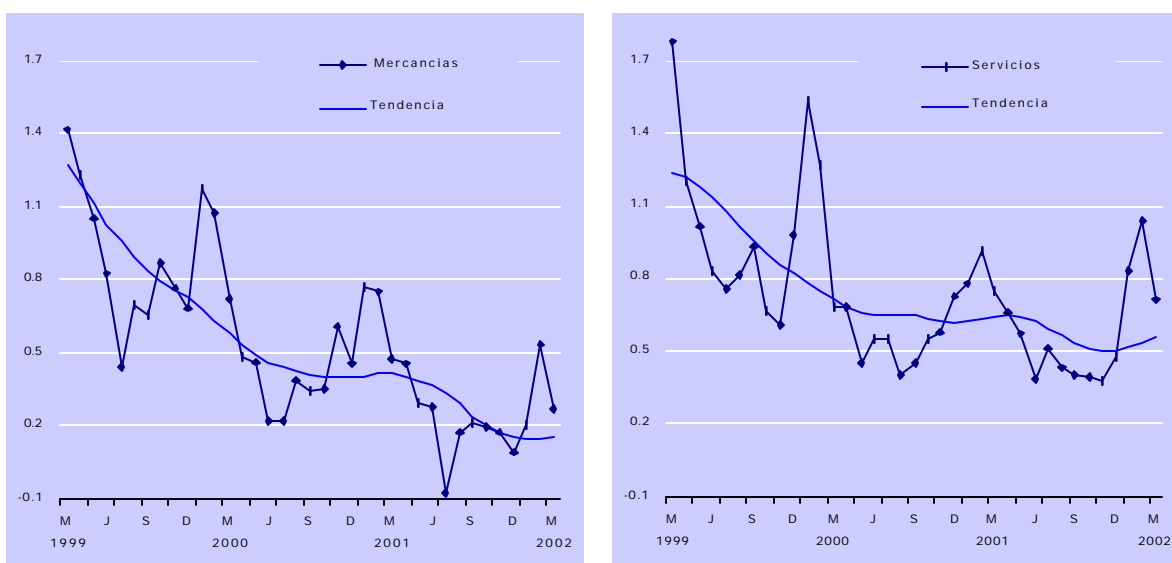


del cálculo de la inflación subyacente a los genéricos que estuvieron afectados por esa medida fiscal, las tasas de crecimiento de este subíndice en enero, febrero y marzo de 2002 resultaron respectivamente de 0.41, 0.69 y 0.41 por ciento. En contraste, la inflación subyacente, sin incluir ajuste alguno, se ubicó en 0.46, 0.75 y 0.46 por ciento. Al analizar el impacto inflacionario del nuevo impuesto, se observa que tuvo un efecto alcista tanto en el sector de las mercancías como en el de los servicios. Sin embargo, la apreciación del tipo de cambio más que compensó la incidencia adversa del gravamen sobre los precios de las mercancías.

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

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

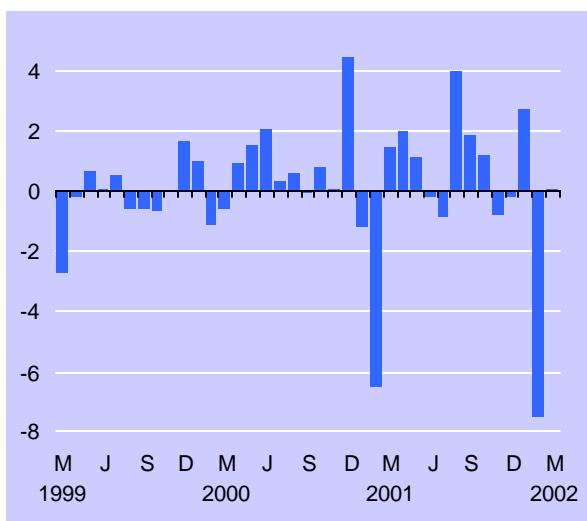
## II.1.4. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación

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

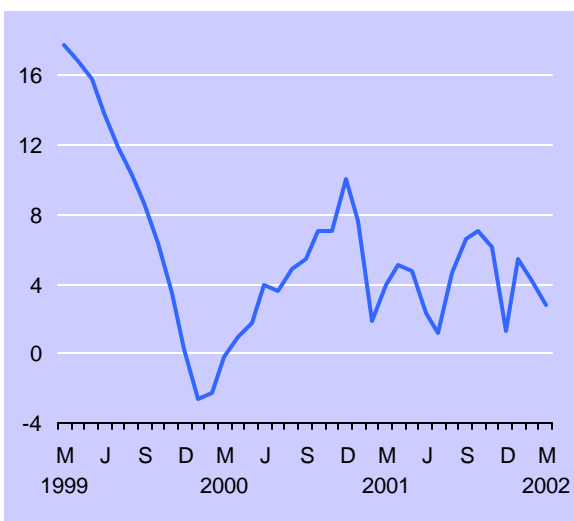
Gráfica 5

### Índice de Precios de los Productos Agropecuarios

Variación mensual en por ciento



Variación anual en por ciento



## II.2. Principales Determinantes de la Inflación

En esta sección se analizan los principales factores que inciden sobre la inflación. En primer lugar se examina la evolución del marco internacional. Ello es relevante ya que dicho entorno, a través de sus efectos sobre las cuentas externas del país, influye en la determinación del tipo de cambio, la producción, la demanda agregada y los precios. A continuación, se revisa el comportamiento de los salarios y de la productividad. Estos son

determinantes directos de los costos unitarios de la mano de obra, los cuales se han constituido en una influencia significativa sobre el proceso inflacionario. En el siguiente inciso se describe la evolución de la demanda y oferta agregadas. El análisis de dichas variables permite identificar las presiones inflacionarias que se derivan de los excesos de demanda agregada. Estos últimos también se manifiestan en el comportamiento de la cuenta corriente, la cual se estudia por separado, y cuya exploración viene acompañada de la que corresponde a los rubros que integran la cuenta de capital. Finalmente, se reporta la evolución de los precios administrados y concertados por el sector público. Como se explica en el texto, dichos precios tiene una incidencia directa muy importante sobre la inflación del INPC.

## **II.2.1. Entorno Externo**

En el transcurso del primer trimestre de 2002 el comportamiento de las variables externas que influyen sobre la marcha de la economía mexicana se tornó más favorable. El precio por barril de la mezcla mexicana de petróleo de exportación se elevó de 15.85 dólares al inicio del año a 22.23 dólares al cierre de marzo<sup>1</sup>. Asimismo, los indicadores de la actividad en la economía de los Estados Unidos siguieron robusteciéndose, lo que muy probablemente conducirá a una recuperación de las exportaciones mexicanas. Finalmente, continuó la mejora de la percepción del riesgo país correspondiente a México, lo que contribuirá a reducir los costos del financiamiento externo.

### **II.2.1.1. Precio del Petróleo**

El promedio del precio del petróleo WTI resultó de 21.46 dólares por barril en el primer trimestre de 2002, 0.92 dólares mayor que el prevaleciente en el cuarto trimestre de 2001 y 1.98 dólares más que la media de los precios a futuro para entrega en enero, febrero y marzo, contratados el último día de 2001.<sup>2</sup> Con todo, dicho promedio oculta el fuerte incremento que experimentó esa cotización a lo largo del trimestre. Al final del periodo, el barril de WTI alcanzó un nivel de 25.82 dólares, muy por encima de los 20 dólares a los que se contrataba a fines de diciembre de 2001, para entrega en marzo de 2002. Varios factores parecen haber contribuido al aumento del precio del petróleo en el lapso analizado:

<sup>1</sup> La media en el trimestre para este precio fue de 17 dólares.

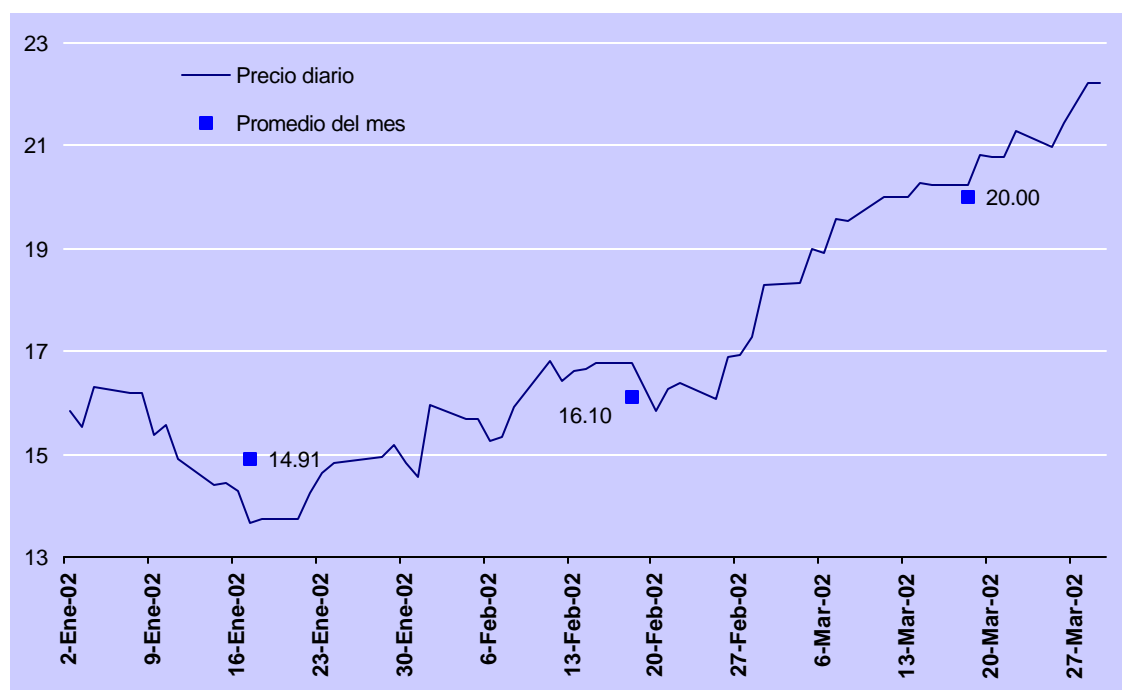
<sup>2</sup> Cálculo con base en las cotizaciones del precio del petróleo WTI reportadas por Bloomberg (promedio del día).

- (a) Quizá el más importante haya sido la mayor fortaleza de la demanda de energéticos, asociada al inicio de la recuperación económica en los Estados Unidos y en Europa.
- (b) Por el lado de la oferta, el recorte de las exportaciones decidido por la OPEP y suscrito por otros países –como resultado de la negociación celebrada a fines de 2001 y confirmada en los primeros días de 2002– contribuyó a revertir la tendencia a la baja del precio del petróleo<sup>3</sup>. Cabe destacar que el anuncio de los recortes vino acompañado de un aumento de aproximadamente un dólar en los precios de los contratos de futuros para febrero-diciembre de 2002, que se observó en los primeros días del presente año.
- (c) Especialmente en marzo, el recrudecimiento del conflicto palestino-israelí exacerbó la incertidumbre respecto a la situación política en el Medio Oriente. Esta se había vuelto más tensa desde finales de enero a raíz de las declaraciones del gobierno de los Estados Unidos en el sentido de que Irak e Irán podrían ser objeto de represalias a causa de su apoyo al terrorismo.

---

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

**Gráfica 6 Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo de Exportación**  
Dólares por barril



Fuente: REUTERS

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

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

La tasa de crecimiento del PIB real de los Estados Unidos en el último trimestre de 2001 fue de 1.7 por ciento<sup>4</sup>, con lo que la recesión de 2001 ha sido la más breve en la historia reciente. Durante el primer trimestre de 2002, la reactivación pareció confirmarse al registrarse una mejoría generalizada de los indicadores de la actividad industrial y un persistente vigor del

<sup>4</sup> Se refiere al crecimiento del producto desestacionalizado del tercero al cuarto trimestre a tasa anualizada.

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

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

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

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

- (a) El gasto en consumo personal se expandió a una tasa mensual de 0.5 y 0.6 por ciento en enero y febrero, respectivamente. Por otra parte, durante marzo los indicadores semanales de ventas al menudeo mostraron tasas anuales de crecimiento entre 3.7 y 5.9 por ciento.
- (b) Los índices de confianza de los consumidores mejoraron. Así, el de la Universidad de Michigan pasó de un promedio de 85 unidades en el cuarto trimestre de 2001 a un promedio de 93 unidades en el primero de 2002. En tanto, el del Conference Board se movió en el mismo lapso de 88.3 a 101 unidades.

- (c) La encuesta del Institute for Supply Management (antes NAPM), un indicador adelantado de la actividad industrial, alcanzó niveles respectivos de 54.7 y 55.6 por ciento en febrero y marzo de este año. Cabe notar que durante 2001 y enero de 2002 dicho índice había permanecido por debajo de su nivel crítico de 50 por ciento.
- (d) El índice de volumen de la producción industrial registró aumentos de 0.2, 0.4 y 0.7 por ciento en enero, febrero y marzo de 2002. Con ello se revirtió el descenso casi ininterrumpido que este índice venía mostrando desde octubre de 2000.

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

**Cuadro 3**

**Pronósticos del Crecimiento de los Estados Unidos**

Variación anual en por ciento

|                                   | Principios de enero<br>2002 |      | Principios de abril<br>2002 |      |
|-----------------------------------|-----------------------------|------|-----------------------------|------|
|                                   | I/2002                      | 2002 | I/2002                      | 2002 |
| Consensus Forecasts <sup>1/</sup> | 0.1                         | 0.9  | n.a.                        | 2.6  |
| Deutsche Bank                     | 0.5                         | 0.7  | 5.3                         | 3.1  |
| Goldman Sachs                     | 2.0                         | 1.0  | 5.0                         | 2.4  |
| JP Morgan                         | 1.0                         | 0.6  | 5.0                         | 3.1  |

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

n.a. No disponible.

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

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

riqueza financiera sufrida por las familias a raíz de la corrección de los mercados bursátiles.

- (b) Se prevé una reactivación de la inversión privada. Esta expectativa se sustenta en los indicadores de utilidades y de flujo de efectivo de las empresas, los cuales se recuperaron en el cuarto trimestre de 2001. Incluso, de acuerdo a las estadísticas del Departamento de Comercio, es posible que en el primer trimestre hayan mejorado aún más. En el mismo sentido, la inversión privada será impulsada por los incentivos tributarios incluidos en el paquete de estímulo económico dado a conocer en marzo por el gobierno.
- (c) La variación en inventarios que se estima para el primer trimestre de 2002 es negativa. Sin embargo, su contracción será sustancialmente inferior a la ocurrida en el trimestre anterior. Por tanto, representará una influencia positiva sobre el crecimiento. Para los siguientes meses se espera que los inventarios registren incrementos en respuesta a la necesidad de restaurar los acervos deseados en almacén. Este tipo de gasto será una de las principales influencias sobre el patrón trimestral de crecimiento que se pronostica para el año.
- (d) Es probable que el sesgo expansionista de la política fiscal se intensifique. El paquete de estímulo económico lanzado en marzo de 2002 incluye una mayor duración de los beneficios a los desempleados, y nuevos estímulos fiscales para las empresas. Asimismo, el gobierno ha enviado al Congreso un proyecto de presupuesto suplementario con gastos adicionales equivalentes a 0.25 por ciento del PIB. La finalidad de estas partidas será la de mejorar la seguridad interna, apoyar la reconstrucción de la zona afectada de Nueva York, y atender otros requerimientos derivados de los acontecimientos del 11 de septiembre.

Si bien el repunte económico se presenta con más vigor y más temprano que lo esperado, la recuperación del empleo está siendo lenta. Así, entre febrero y marzo las estadísticas sobre nóminas no agrícolas aumentaron apenas ligeramente, y otros indicadores mostraron una escasa mejoría. Durante la mayor parte del primer trimestre de 2002, las solicitudes de seguro de desempleo se estancaron en alrededor de 370 mil por semana, un nivel similar al de un año atrás, aunque parecen haber repuntado



hacia el final del trimestre.<sup>5</sup> Igualmente, en marzo la tasa de desempleo se incrementó a 5.7 por ciento, muy por encima de los valores en los que se estima que se encuentra el nivel de la tasa de desempleo no inflacionaria. Cabe señalar que aun si las condiciones mejoraran, es posible que durante algunos meses dicha tasa no baje, o que aumente ligeramente, como resultado del regreso al mercado de trabajo de personas que lo habrían dejado durante la recesión. La lenta mejoría que han venido mostrando los indicadores laborales fue vista a mediados del trimestre por algunos analistas como un indicio de riesgo de recaída. Sin embargo, esta posibilidad parece desvanecerse conforme se acumula la evidencia de la recuperación.

Como se comentó, en los Estados Unidos la política económica ha jugado un papel muy importante para acortar el episodio recesivo. En respuesta a la persistencia de la desaceleración económica y a la incertidumbre causada por los ataques terroristas, durante el cuarto trimestre de 2001 la Reserva Federal aplicó varias reducciones adicionales al objetivo para la tasa de fondos federales. Estas acciones se sumaron a disminuciones previas de esa tasa, lo que la llevó a un nivel mínimo histórico de 1.75 por ciento.

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

---

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

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

Ante las señales de recuperación, los analistas prevén un viraje en la política económica. Algunos opinan, en retrospectiva, que las políticas fiscal y monetaria pueden haber sido demasiado expansivas y que, dada la velocidad de transmisión de sus efectos a la economía, sería prudente iniciar pronto un ciclo de incrementos de las tasas de interés. Sin embargo, las cifras de inflación para 2001 (1.5 por ciento en el índice general y 2.7 por ciento en el subyacente) y para lo que ha transcurrido de 2002 (en enero, 0.2 por ciento en el índice general y 0.2 en el subyacente; en febrero, 0.2 y 0.3 por ciento respectivamente), y la ausencia de presiones en el mercado laboral, parecen proporcionar margen para que el ajuste en la política monetaria se haga de manera gradual. Asimismo, la escalada de los precios del petróleo observada en marzo y abril constituye un factor de riesgo para la recuperación, lo que sin duda influirá en las deliberaciones de las autoridades.

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

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

sobre la confianza de los consumidores. Para 2002 el FMI estima un crecimiento del PIB real en la Unión Europea de alrededor de 1.5 por ciento.

En enero y febrero de 2002, la inflación en la zona del euro se ubicó por encima del nivel máximo de tolerancia establecido por el Banco Central Europeo (BCE). Este repunte inflacionario es atribuible principalmente al incremento de algunos impuestos indirectos y de ciertos precios administrados. Cabe subrayar que no hay evidencia de que la entrada en circulación del euro haya tenido un efecto adverso sobre la inflación. Al mismo tiempo, el tipo de cambio del euro continuó mostrando debilidad frente al dólar de los Estados Unidos a lo largo del trimestre enero-marzo, acercándose a la cotización de 0.85 euros por dólar a la cual el BCE, la Reserva Federal y otros bancos centrales intervinieron coordinadamente en el mercado cambiario en el otoño del año 2000. Ante el dilema planteado por una recuperación económica aún frágil y una moneda relativamente depreciada, y convencido de que el breve repunte inflacionario de enero-febrero fue reflejo de factores transitorios, el BCE en su reunión de política monetaria de fines de febrero optó por dejar sin cambio la tasa de interés de referencia. Los analistas aún esperan que la inflación en 2002 resulte ligeramente inferior al límite planteado de 2 por ciento.

Respecto a la economía de Japón, se anticipa que durante el primer trimestre de 2002 el PIB real haya crecido 1.1 por ciento, lo cual contrasta con la reducción de 4.5 por ciento en el último trimestre de 2001<sup>6</sup>. Se estima que este repunte será en un principio moderado a causa de una evolución desfavorable del consumo y del empleo y por la continuación de una política fiscal relativamente austera, que tiene su origen en las dificultades que enfrentan los gobiernos locales. Las expectativas más optimistas para la segunda mitad de 2002 se sustentan en indicadores económicos adelantados, tales como las encuestas sobre las condiciones económicas de las empresas y los niveles de inventarios y pedidos, cuya evolución reciente sugiere que la desaceleración puede estar llegando a su fin. Al menos durante su inicio, la recuperación esperada podría fincarse principalmente en el crecimiento de las exportaciones netas, debido a la combinación de tres factores: una demanda interna aún débil, un desempeño positivo de los principales socios comerciales de Japón, y una depreciación del yen en los meses próximos. Con todo, la inercia de la recesión y la lentitud de la reactivación han llevado a que el FMI pronostique para 2002 una contracción de uno por ciento del PIB real.

---

<sup>6</sup> Tasas trimestrales ajustadas estacionalmente y anualizadas.

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

En Argentina, el acontecimiento más notable fue el abandono de la convertibilidad decretado por el Congreso el 6 de enero. En su lugar, entró inicialmente en vigor un sistema de tipo de cambio dual. De acuerdo con ese esquema, las exportaciones y ciertas importaciones se manejaban al tipo de cambio oficial de 1.40 pesos argentinos por dólar estadounidense, en tanto que el resto de las transacciones se realizaba en un mercado libre, en el cual el dólar pronto alcanzó una cotización cercana a dos pesos argentinos. A mediados de febrero, se abolió el mercado cambiario oficial y se adoptó un régimen de flotación.

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

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

logró reducir el precio del dólar a tres pesos en los últimos días laborables de marzo. Como consecuencia de la depreciación del peso y a pesar de la falta de liquidez debida al “corralito”, los precios al consumidor en la zona metropolitana de Buenos Aires aumentaron 9.7 por ciento en el primer trimestre del año.

En el transcurso del bimestre febrero-marzo, el gobierno argentino anunció algunas medidas tributarias, envió el presupuesto al Congreso y negoció un nuevo acuerdo fiscal con los gobiernos de las provincias. Estas acciones fueron recibidas con cautela por parte de los analistas del mercado, quienes temen que los pronósticos de los ingresos utilizados en la elaboración del presupuesto resulten demasiado optimistas, y que los acuerdos con las provincias no sean suficientes. La falta de avance en las negociaciones con el FMI –en las que el gobierno de ese país sudamericano tiene fincadas grandes esperanzas– y el retraso en el inicio de las conversaciones entre el gobierno y sus acreedores aumentaron la incertidumbre durante el primer trimestre. Esto último se reflejó en la dispersión de los pronósticos de inflación de los analistas para el cierre de 2002 (los cuales a fines de marzo iban desde 25 hasta 90 por ciento) y en la percepción generalizada de una disminución superior a 10 por ciento del PIB real.

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

respectivamente) fue relativamente alta y se pronostica un mayor aumento de los precios administrados que el previsto a principios de 2002.<sup>7</sup> Así, a mediados de marzo los analistas del mercado estimaban que en 2002 la inflación en Brasil cerraría en 5 por ciento. Por otra parte, el FMI pronosticaba que el PIB real crecería a una tasa de 2.5 por ciento.

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

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

---

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

parte, los principales analistas esperan una inflación de aproximadamente 32 por ciento.

**Cuadro 4**

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

Variaciones en por ciento

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

1/ Economías de Reciente Industrialización

ei/ estimado

Fuente: World Economic Outlook, abril 2002, FMI.

## II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo

Las remuneraciones, los salarios y el empleo son factores que influyen significativamente en la trayectoria futura de la inflación. En el trimestre enero-marzo, el incremento de las remuneraciones y de los salarios reales experimentó una moderación, aunque todavía dista de ser totalmente acorde con el descenso de la inflación esperada y con aquellas ganancias en productividad que no responden a factores cíclicos.

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

### II.2.2.1. Remuneraciones

En enero de 2002, en los sectores para los cuales se cuenta con información, las remuneraciones nominales por trabajador registraron una variación anual que fluctuó entre 7.7 y 14.7 por ciento. El año anterior, el crecimiento promedio de las remuneraciones nominales se ubicó entre 5.7 y 14.9 por ciento, lo

cual implicó incrementos reales en un intervalo de  $-0.5$  a 8 por ciento (Cuadro 5).

**Cuadro 5 Remuneraciones por Trabajador**  
Variación anual en por ciento

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

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

n.d. No disponible.

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

Fuente: Elaborado con información del INEGI.

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

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

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



**Cuadro 6** **Producto por Trabajador y Costos Unitarios de la Mano de Obra**  
Variación anual en por ciento

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

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

n.d. No disponible.

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

Fuente: Elaborado con información del INEGI.

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

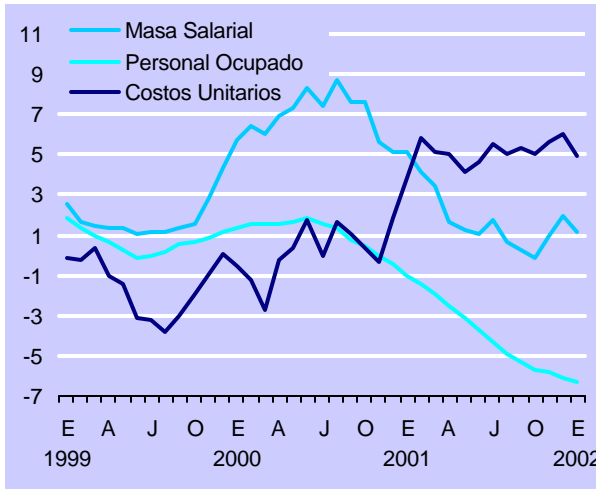
El efecto dañino que la elevación de los costos unitarios de la mano de obra tiene sobre el empleo resultó significativo en el periodo que aquí se analiza. Tan sólo en enero de 2002, en tres de los cuatro sectores de referencia, el personal ocupado y la masa salarial mostraron tasas de variación anual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

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

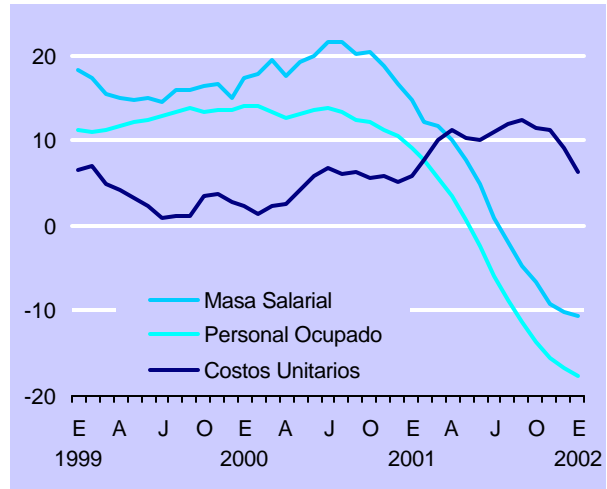
**Gráfica 7 Masa Salarial, Personal Ocupado y Costos Unitarios**

Variación anual en por ciento

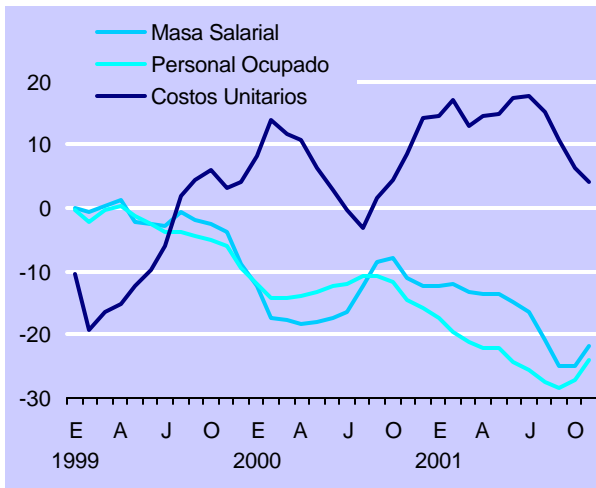
Industria Manufacturera No Maquiladora



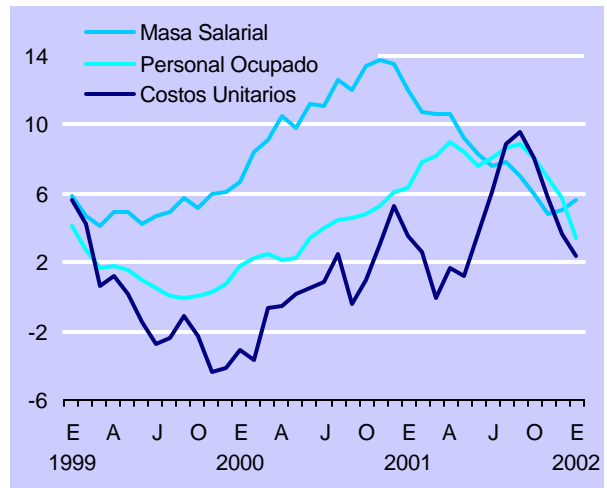
Industria Maquiladora



Industria de la Construcción



Comercio al Menudeo



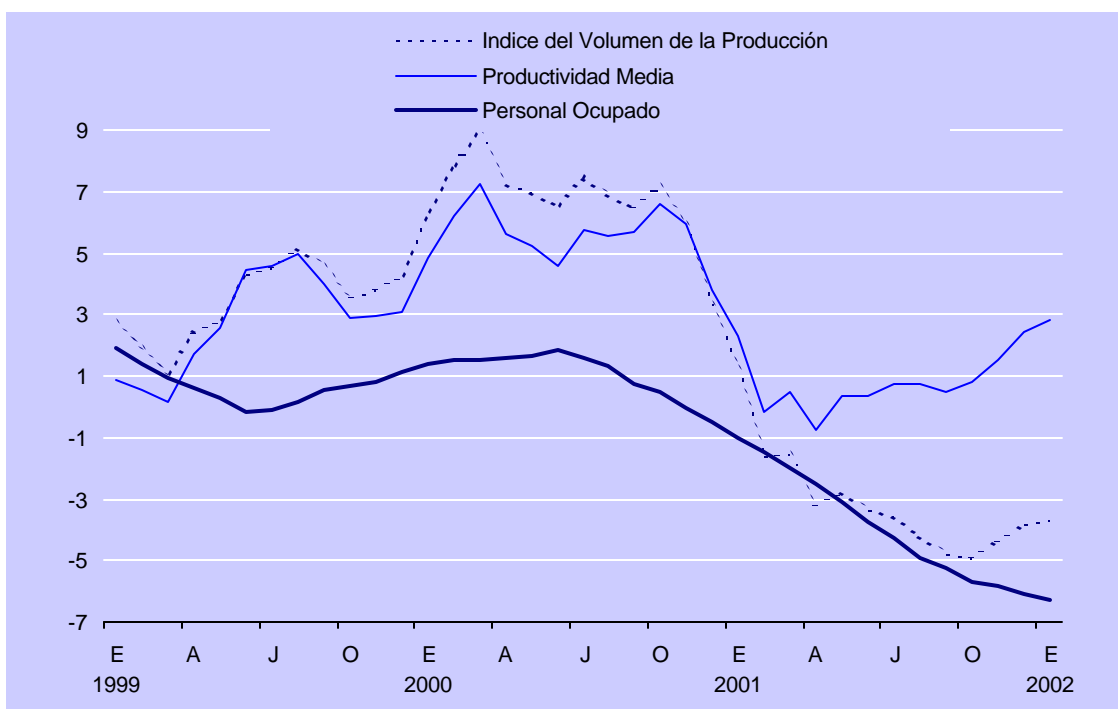
Fuente: Banco de México e INEGI.

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

El aumento de la productividad en el sector manufacturero no maquilador ha tenido como causa en gran parte una caída en el número de los puestos de trabajo. Por ende, dicho incremento no es en rigor representativo de una mejora en las condiciones productivas de las empresas mexicanas, ya que de haber sido así el empleo y la productividad se hubieran incrementado de manera conjunta (Gráfica 8).

**Gráfica 8 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.

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

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

### II.2.2.2. Salarios Contractuales

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

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

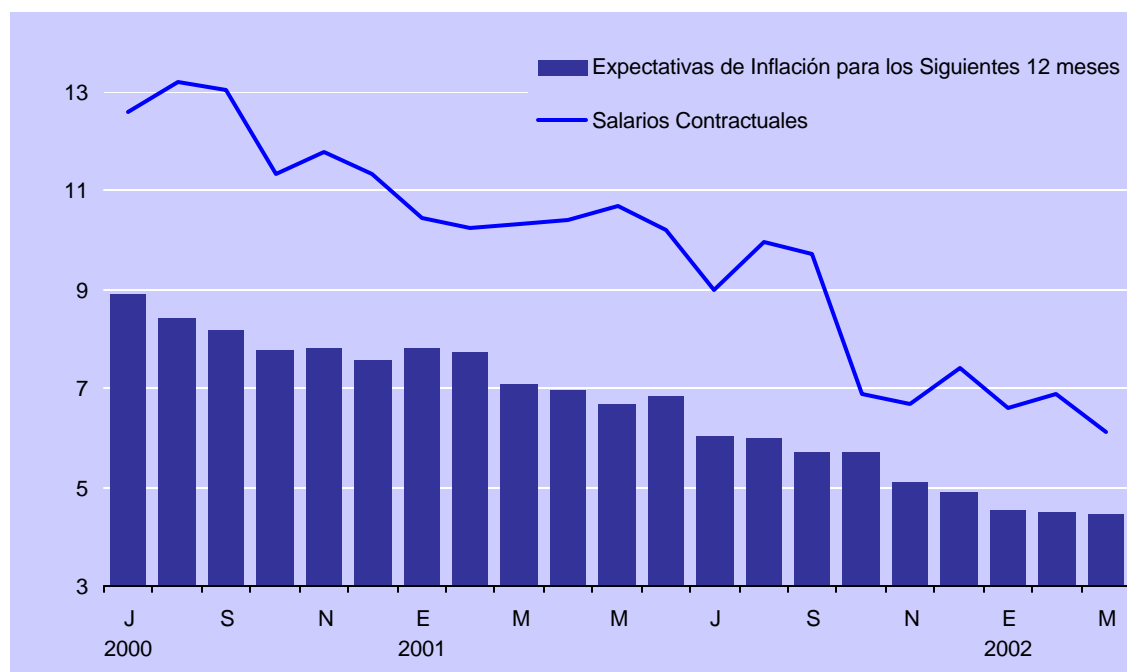
Durante el primer trimestre de 2002, la brecha entre los salarios contractuales y la inflación esperada para los próximos doce meses se ubicó en un nivel promedio de 2 por ciento. Dicho diferencial fue más estrecho que el observado durante igual lapso del año pasado y que resultó de 2.8 por ciento (Gráfica 9).

Considerando únicamente los incrementos otorgados por las empresas privadas de jurisdicción federal con 250 y más trabajadores, durante el periodo de análisis la diferencia entre el aumento porcentual de los salarios contractuales y la inflación esperada fue en promedio de 1.9 puntos porcentuales.

**Gráfica 9**

**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.

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

**Cuadro 7**

**Salarios Contractuales por Sectores**

Variación anual en por ciento

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

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

\* Información preliminar.

Si bien en el primer trimestre de 2002 se aminoró el ritmo al cual venían creciendo los salarios contractuales nominales, conviene insistir en la utilidad de lograr revisiones salariales más cercanas a las expectativas de inflación. Ello, dada la incertidumbre implícita en la evolución futura de la productividad. Por tanto, aunque ya se ha iniciado la adecuación de los incrementos salariales con las condiciones prevaletientes en el

mercado laboral ésta es todavía insuficiente. Esta conclusión se apoya en la necesidad de generar los empleos que demandan los nuevos entrantes a la fuerza laboral, y de recuperar los puestos de trabajo que se perdieron en 2001.

### II.2.2.3. Empleo

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

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

Así, es evidente que en los últimos meses se ha debilitado la tendencia a la contracción que ha venido resintiendo el empleo. En particular, el comportamiento reciente del número de puestos de trabajo en el sector industrial constituye una señal optimista sobre la evolución futura del mercado laboral. Ello, ya que durante el año pasado el empleo en dicho sector fue el que más sufrió los efectos de la desaceleración económica.

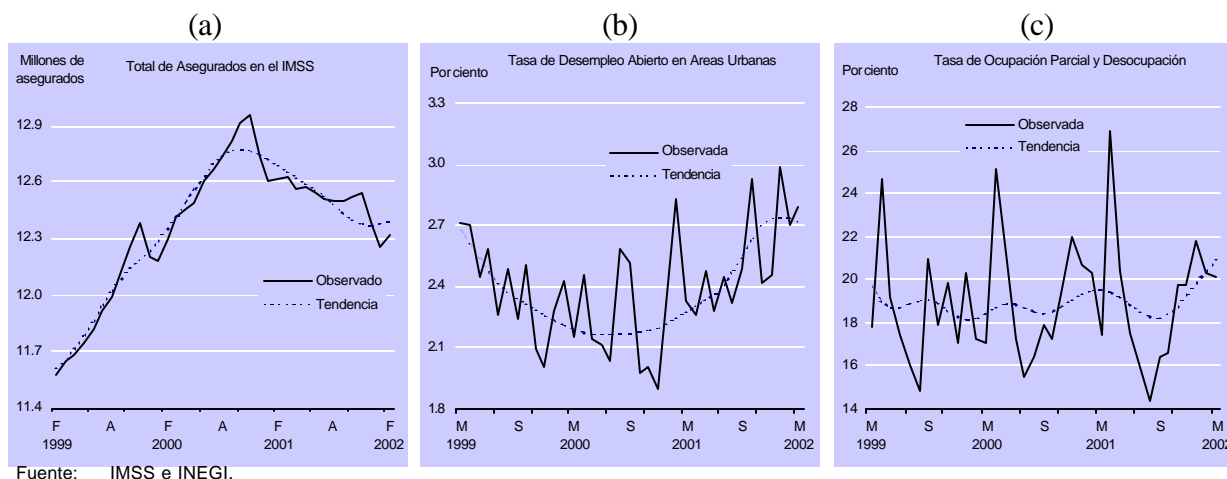
En los primeros tres meses de 2002, los principales indicadores de desempleo mostraron un deterioro leve con respecto a los niveles observados al cierre del año pasado. La tasa de desempleo abierto se ubicó en promedio en 2.8 por ciento, mientras que en los últimos tres meses de 2001 dicho índice tuvo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

No obstante lo anterior, cabe destacar que se ha presentado una moderación incipiente en el deterioro de la tasa de

desempleo abierto. En su serie desestacionalizada, el promedio de dicho indicador fue de 2.7 por ciento durante el primer trimestre de 2002, misma cifra que la registrada durante los últimos tres meses de 2001.

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

**Gráfica 10**                      **Indicadores de Empleo y Desempleo**  
Series de Tendencia



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

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

En resumen, aunque en el trimestre analizado el mercado laboral continuó presentando signos de importantes debilidades, ya empezó a mostrar indicios de una recuperación. Por el lado de los pagos al factor trabajo, el crecimiento de los salarios contractuales se ha reducido a niveles entre 6.5 y 7 por ciento. Por otra parte, el empleo comienza a mostrar una ligera mejoría. Sin embargo, la pérdida acumulada de puestos de trabajo es sustancial. Por tanto, el Banco de México reitera la importancia de atenuar la rigidez a la baja de los incrementos salariales.

### **II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas**

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

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

Para analizar los movimientos más recientes de los componentes de la demanda y oferta agregadas resulta útil estudiar la variación trimestral de las series desestacionalizadas. Durante el cuarto trimestre de 2001, el consumo mostró un aumento de 0.5 por ciento con relación a su nivel del trimestre previo. En cuanto a sus



componentes, el consumo privado y público registraron incrementos respectivos de 0.3 y 1.2 por ciento. Por otra parte, la formación de capital presentó una reducción con relación a su nivel del trimestre previo, de 1.1 por ciento. Detrás de ese resultado estuvieron un aumento de la inversión del sector público de 3.9 por ciento y una contracción de 1.9 por ciento de la del sector privado. Cabe señalar que frente al nivel que mostraron en el tercer trimestre del año, en el cuarto la demanda y la oferta agregadas disminuyeron 0.1 por ciento.

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

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

**Cuadro 8 Demanda y Oferta Agregadas en 2001**

Variación en por ciento

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

Fuente: INEGI y desestacionalización del Banco de México.

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

Entre los aspectos favorables destacan los siguientes:

- (a) Con series desestacionalizadas, el IGAE y la producción industrial en febrero mostraron tasas mensuales de crecimiento positivas (0.6 y 1.3 por ciento, respectivamente);
- (b) Los datos desestacionalizados de la producción manufacturera y de la construcción presentaron en enero y febrero incrementos con relación a los niveles observados en el mes previo. De hecho, al cierre de febrero la construcción acumuló cuatro meses seguidos con variaciones mensuales positivas;
- (c) En marzo las ventas de la ANTAD registraron un fuerte crecimiento anual de 9.8 por ciento, que fue favorecido por la Semana Santa (ésta beneficia al comercio al menudeo, pero incide adversamente sobre la producción industrial y el comercio exterior). Con datos desestacionalizados aumentaron 0.9 por ciento con relación a su nivel del mes anterior;
- (d) Durante el primer trimestre del año las ventas internas del sector automotriz experimentaron una recuperación;
- (e) La variación anual del gasto en inversión pasó de  $-7.2$  por ciento en diciembre a  $-4.2$  por ciento en enero. Con datos desestacionalizados, en enero la tasa mensual de ese agregado fue positiva (1.4 por ciento);
- (f) Los datos más recientes de los indicadores cíclicos adelantados que se elaboran para México apuntan hacia una recuperación;
- (g) Los indicadores sobre la confianza y el clima de los negocios, tanto de los empresarios manufactureros como de los analistas económicos del sector privado, continuaron con su ritmo ascendente en marzo;
- (h) En febrero se redujo la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas con relación a su nivel del mes precedente, tanto con datos originales como con desestacionalizados. En marzo dicha tasa se mantuvo prácticamente sin cambio respecto a febrero;
- (i) Las cifras desestacionalizadas de las exportaciones manufactureras, no maquiladoras y maquiladoras, así

como de las importaciones de bienes intermedios repuntaron en febrero y en marzo.

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

- (a) En febrero, por treceavo mes consecutivo, la serie desestacionalizada de las ventas al mayoreo presentó una contracción tanto medida a tasa anual como mensual;
- (b) La producción y el empleo maquilador registraron en enero descensos muy fuertes a tasa anual. Por otra parte, la reducción acumulada a ese mes en el número de establecimientos maquiladores también fue considerable. Sin embargo, esta información debe contrastarse con la relativa al incipiente repunte que presentaron en febrero y marzo las exportaciones de las maquiladoras;
- (c) Un indicador que ha presentado un comportamiento mixto ha sido el del número de trabajadores asegurados en el IMSS. Si bien dicho número se contrajo en la segunda quincena de marzo, luego de cuatro quincenas consecutivas con aumento, en la primera quincena de abril registró un incremento. Con datos desestacionalizados, al cierre de marzo el número de trabajadores mostró un incremento acumulado de sólo 3,642 personas con relación a su nivel del cierre de diciembre pasado.

Cabe aclarar que los datos sobre la actividad económica para el primer trimestre y, particularmente, los correspondientes a marzo se verán afectados por la Semana Santa<sup>10</sup>. Lo anterior incidirá negativamente, y de manera significativa, sobre las tasas de crecimiento anual para ese periodo. Ello dificultará la lectura que los analistas puedan hacer de la situación de la economía mexicana.

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

---

<sup>10</sup> El año pasado ésta tuvo lugar en abril.

consumo privado de uno por ciento y una disminución de la inversión total de 6 por ciento, en el primer trimestre del año.

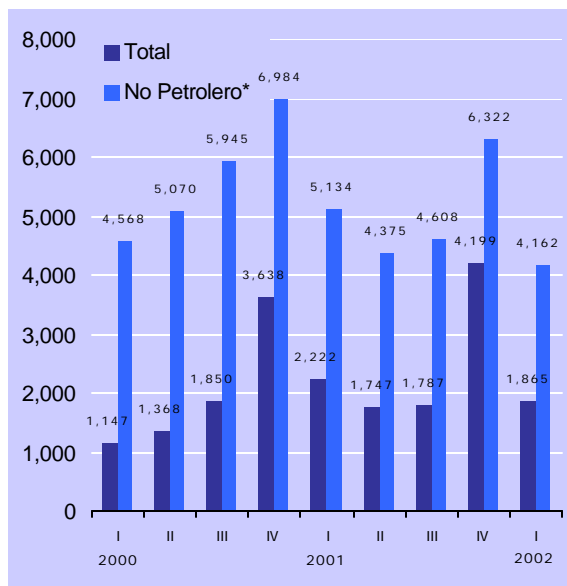
#### II.2.4. Balanza de Pagos, Flujos de Capital y Tipo de Cambio

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

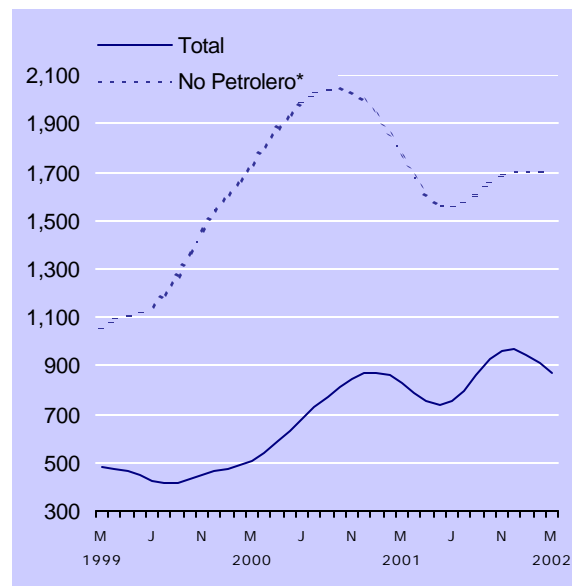
Los déficit comercial total y no petrolero acumulados en el primer trimestre del año disminuyeron respectivamente 16 y 19 por ciento (Gráfica 11). Con base en esta información, se estima que el déficit de la cuenta corriente en el mismo periodo haya sido de aproximadamente 4,200 millones de dólares.

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

Trimestral



Tendencia



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

El resultado de las cuentas externas ha contribuido a limitar la demanda de recursos externos por parte de la economía

de México y, de esta manera, ha coadyuvado a la fortaleza del tipo de cambio y a la estabilidad de las tasas de interés.

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

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

Si bien en los primeros días del año hubo cierta incertidumbre provocada por los debates en torno a la reforma fiscal, la confirmación de que el déficit público en 2001 había resultado congruente con la meta planteada para ese año, la aprobación de un presupuesto prudente para 2002, y la expedición de varias leyes tributarias por el Congreso influyeron sobre la opinión de dos de las principales empresas calificadoras de riesgo. De ahí su decisión de mejorar la calificación de la deuda soberana del gobierno de México. En particular, Standard & Poor's otorgó en febrero a la deuda mexicana el llamado "grado de inversión". Sin embargo, toda vez que estas decisiones habían sido anticipadas por los participantes en los mercados financieros, su anuncio no indujo cambios inmediatos en las cotizaciones de la deuda externa del gobierno. El 19 de marzo la SHCP anunció una recompra anticipada de títulos soberanos a tasa variable que habían sido emitidos en 1999. Esta medida es compatible con una estrategia de sustitución de deuda relativamente cara por pasivos con menor costo y mayor plazo. Obviamente, la aplicación de dicha estrategia es posible en la medida que se ha reducido la percepción del riesgo respecto a la deuda soberana de México.

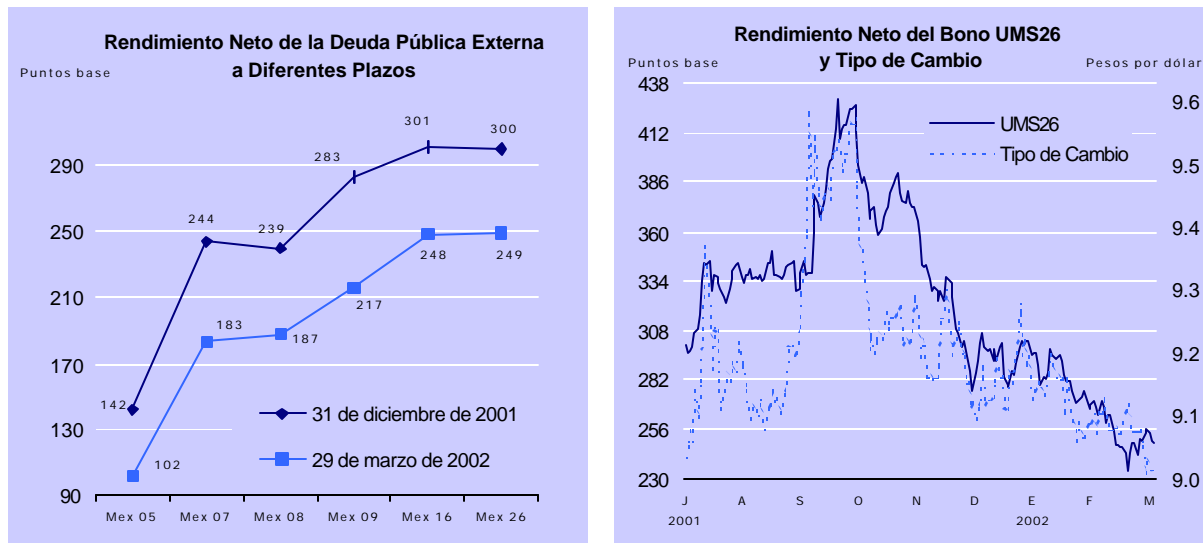
Finalmente, como una de las consecuencias del comportamiento favorable de los indicadores del riesgo país durante el trimestre, el tipo de cambio se apreció 1.4 por ciento, cerrando en marzo en 9.02 pesos por dólar (Gráfica 12). Durante los últimos meses, la confianza en la economía mexicana se ha materializado en una oferta suficiente y sostenida de recursos

financieros del exterior. Ello, aunado a un déficit comercial moderado, ha contribuido a la apreciación del peso.

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

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

**Gráfica 12** Indicadores del Riesgo País y Tipo de Cambio



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

## II.2.5. Precios Administrados y Concertados

En enero, febrero y marzo del presente año la inflación mensual de los bienes con precios administrados y concertados por

el sector público<sup>11</sup> resultó respectivamente de 1.53, 1.86 y 1.05 por ciento. En esos mismos meses las variaciones correspondientes del INPC se ubicaron en 0.92, -0.06 y 0.51 por ciento (Gráfica 13). Los incrementos mensuales del subíndice de los precios administrados y concertados se comparan desfavorablemente con los registrados durante los mismos meses de 2001.<sup>12</sup>

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

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

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

---

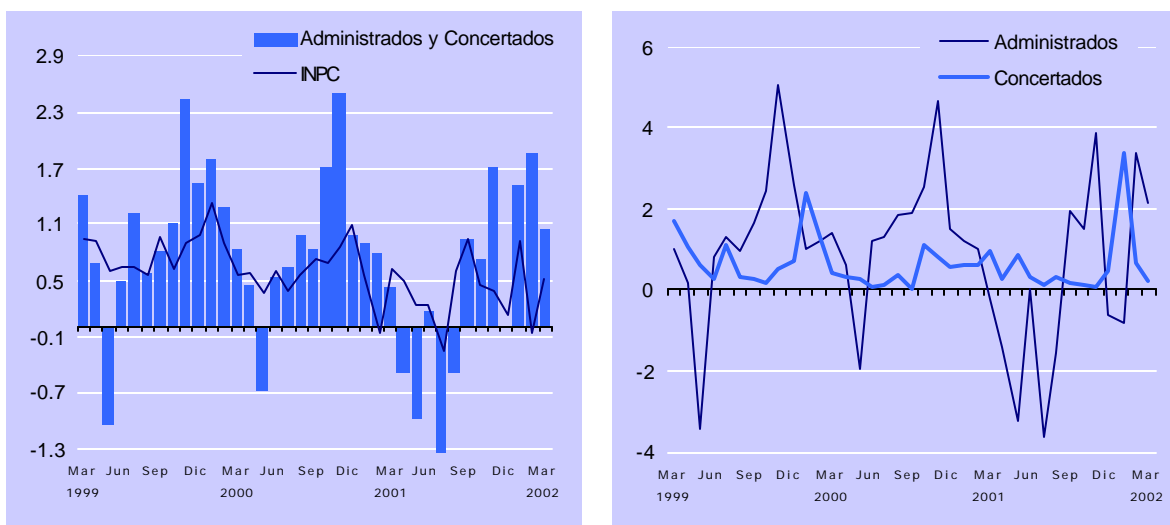
<sup>11</sup> La canasta del subíndice de los precios administrados se compone de los siguientes productos: gasolina, gas doméstico y electricidad. Los productos con precios concertados son: telefonía de larga distancia internacional, servicio de telefonía local, larga distancia nacional, línea telefónica,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

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

Gráfica 13

### Índice de Precios de los Bienes Administrados y Concertados e INPC

Variación mensual en por ciento



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

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

#### II.2.6. Resumen

La inflación anual medida con el INPC registró un repunte en el primer trimestre de 2002. En lo principal, dicho movimiento se debió al aumento de los precios de los productos agropecuarios, así como de los bienes y servicios administrados y concertados. La incidencia de estos subíndices sobre el comportamiento de la inflación general se incrementó, respectivamente, de 0.16 y 0.51 puntos porcentuales en diciembre

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



de 2001 a 0.32 y 0.73 puntos porcentuales en marzo de 2002 (Cuadro 9). Por el contrario, la inflación subyacente se mantuvo en su trayectoria descendente, impulsada por la disminución de la inflación subyacente de las mercancías. Como se indica en el texto precedente, sobre este último desarrollo tuvo una influencia favorable la apreciación del tipo de cambio. Así, la inflación subyacente contribuyó con 3.04 puntos porcentuales a la inflación general anual a marzo.

**Cuadro 9** **Contribución de los Componentes del INPC a la Inflación Anual**  
Puntos porcentuales

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

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

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

### III. La Política Monetaria Durante el Primer Trimestre de 2002

---

El tema de esta sección es la conducción de la política monetaria en el transcurso del periodo que cubre el presente Informe. El texto que sigue pone particular énfasis en las razones que llevaron a la Junta de Gobierno del Banco de México a modificar la postura de la política monetaria en febrero. Como complemento de lo anterior, también se presenta un análisis de la evolución que mostraron en el mismo lapso las expectativas de inflación y las tasas de interés nominales y reales. Ello, debido a la influencia que ejercen ambas variables sobre las condiciones monetarias imperantes en la economía y sobre la percepción del público respecto al proceso inflacionario. Por último, se incluye una evaluación de la trayectoria de la base monetaria y de otros agregados monetarios y crediticios.

#### III.1. Acciones de Política Monetaria

---

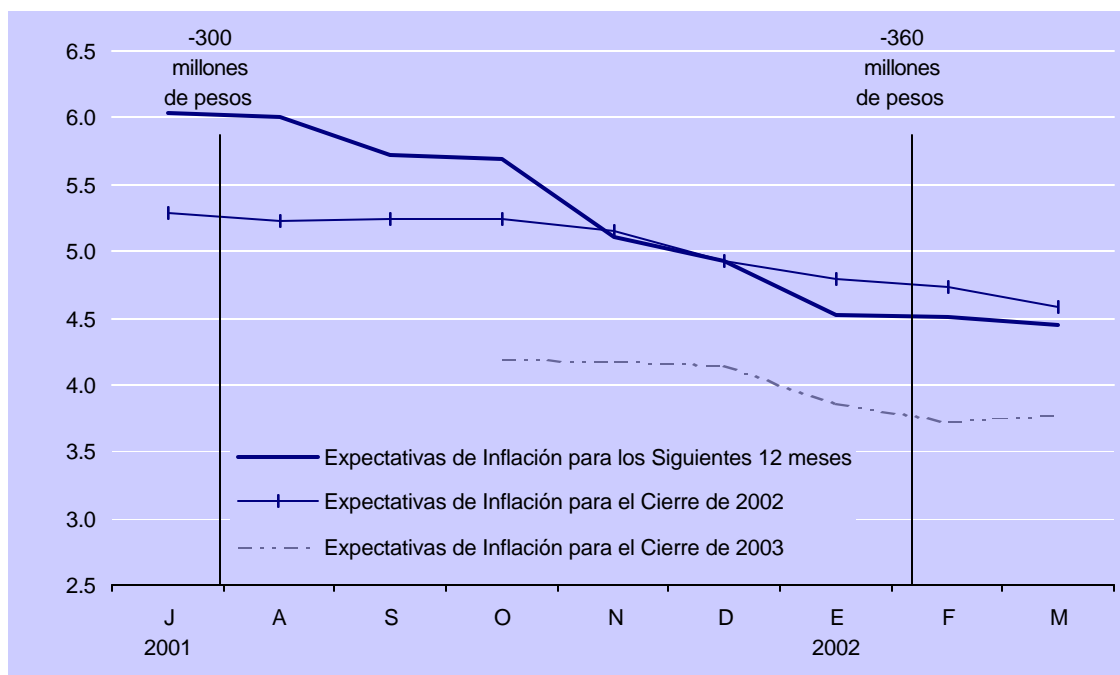
El 8 de febrero, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió incrementar el “corto” de 300 a 360 millones de pesos, manteniéndolo en ese nivel durante el resto del trimestre.

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

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

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

**Gráfica 14** Expectativas de Inflación y Objetivo de Saldos Acumulados (“Corto”)



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

De forma congruente con la ampliación del “corto” y con la evolución favorable de la inflación subyacente, la inflación general esperada para 2002, para los siguientes doce meses y para el cierre de 2003 se ajustó a la baja durante el trimestre (Gráfica 14). Estos resultados sugieren que el cambio referido contribuyó en alguna medida a evitar un deterioro de las expectativas inflacionarias. Durante el trimestre reportado, la inflación esperada para 2002 disminuyó 0.34 puntos porcentuales. En congruencia con ello, los pronósticos de inflación para los siguientes doce meses y para el cierre de 2003 también descendieron, 0.48 y 0.37 puntos porcentuales, respectivamente. Cabe destacar que dicha revisión implicó que al cierre del trimestre la inflación esperada para 2002 se situara en 4.58 por ciento, nivel cercano al objetivo para el año<sup>14</sup>.

Durante el primer trimestre de 2002, las tasas de interés internas (nominales y reales) evolucionaron de forma muy distinta a las externas. Ello es indicativo de que los cambios en las primeras

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

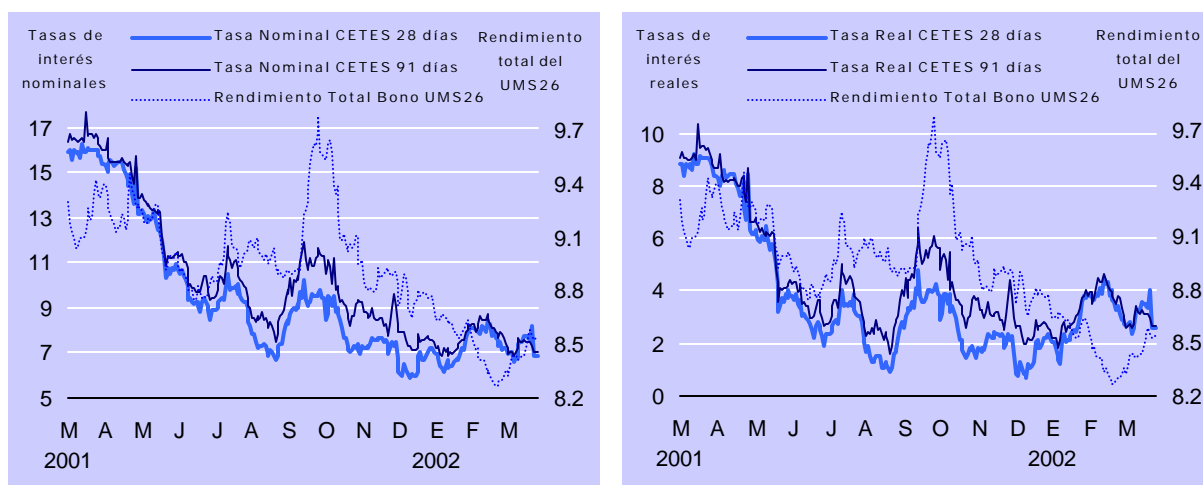
estuvieron determinados en lo fundamental por fenómenos de índole nacional (Gráfica 15). Durante la última semana de enero, las tasas nominales y reales se incrementaron de forma importante, en anticipación al efecto inflacionario previsible a partir de la eliminación parcial del subsidio a las tarifas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

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

Gráfica 15

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

Por ciento



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

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

En síntesis, durante el trimestre que se reporta se presentó una revisión no anticipada de los precios de los bienes administrados y concertados por el sector público. Ello trajo consigo una presión inflacionaria adicional, aunque todo parece indicar que su efecto será temporal. Lo anterior puede afirmarse en razón de que dicha influencia no generó contaminación sobre las expectativas inflacionarias y sobre la evolución del resto de los precios en la economía. Las tasas de interés se modificaron al alza en respuesta al incremento precautorio que se aplicó al “corto”. Como se señaló, éste obedeció al imperativo de evitar que se difundieran y afianzaran los efectos alcistas contaminantes que podrían producirse por el mencionado ajuste de las tarifas eléctricas. Al parecer, esta reacción (junto con la favorable

evolución de otros subíndices de precios que compensaron el efecto inflacionario de la medida gubernamental) cumplió con su cometido. La ampliación del “corto” no impidió que tuviese lugar un ajuste posterior a la baja en el nivel de las tasas de interés.

## **III.2. Agregados Monetarios y Crediticios**

---

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

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

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

En el trimestre que cubre el presente Informe la acumulación de activos internacionales resultó de 1,453 millones de dólares. Con la finalidad de mantener a la oferta de base monetaria en concordancia con la demanda del público, el Banco de México esterilizó el impacto monetario de dicha acumulación vía el aumento de los pasivos del banco central distintos a la base monetaria. Esto último, aunado a la disminución estacional que experimenta la demanda de base monetaria, se tradujo en una contracción del crédito interno neto de 22,769 millones de pesos (Cuadro 10).

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

Millones

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

1/ Para la estimación de los flujos efectivos en moneda nacional de los activos internacionales netos se utiliza el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación. La diferencia entre los saldos de activos internacionales netos expresados en moneda nacional no corresponde al concepto de flujos efectivos, debido a que los saldos se valúan al tipo de cambio del día. Esta consideración también explica que las diferencias entre los saldos de crédito interno neto no sean iguales a los flujos efectivos reportados.

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

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

### III.2.2. Agregados Monetarios

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

## Cuadro 11

## Agregados Monetarios

Variación real anual de los saldos promedio en por ciento

|  | 2001       |            |            |             | 2002        |
|--|------------|------------|------------|-------------|-------------|
|  | ene-mar    | abr-jun    | jul-sep    | oct-dic     | ene-mar     |
| <b>M1</b>  | <b>6.8</b> | <b>3.5</b> | <b>7.6</b> | <b>13.0</b> | <b>16.2</b> |
| Billetes y Monedas en Poder del Público                      | 7.3        | 3.1        | 6.3        | 4.9         | 10.5        |
| Cuentas de Cheques M.N.                                      | 4.1        | 3.1        | 4.2        | 8.1         | 10.0        |
| Cuentas de Cheques M.E.                                      | 6.5        | -1.3       | 22.0       | 60.7        | 59.6        |
| Depósitos en Cuenta Corriente                                | 17.6       | 10.2       | 13.5       | 16.7        | 22.3        |
| <b>M4</b>  | <b>6.4</b> | <b>6.7</b> | <b>8.9</b> | <b>10.3</b> | <b>9.4</b>  |
| Captación Bancaria   | -10.3      | -7.2       | -3.0       | 1.0         | -3.9        |
| Valores Públicos <sup>1/ 2/</sup>                            | 37.1       | 31.1       | 28.8       | 25.0        | 25.2        |
| Valores Privados <sup>2/</sup>                               | 20.0       | 10.6       | 6.1        | 10.6        | 26.3        |
| Fondos de Ahorro para el Retiro (sin Siefores) <sup>3/</sup> | 18.3       | 17.3       | 14.8       | 13.7        | 12.6        |

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

2/ Incluye la tenencia de Siefores.

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

La operación de compra de Banamex por parte de Citigroup ha seguido reflejándose en los agregados monetarios<sup>15</sup>. En particular, al ajustarse por el efecto de dicha operación, M4 y M1 aumentaron en promedio en el primer trimestre a tasas anuales de 8.4 y 11.6 por ciento en término reales, respectivamente.

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

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

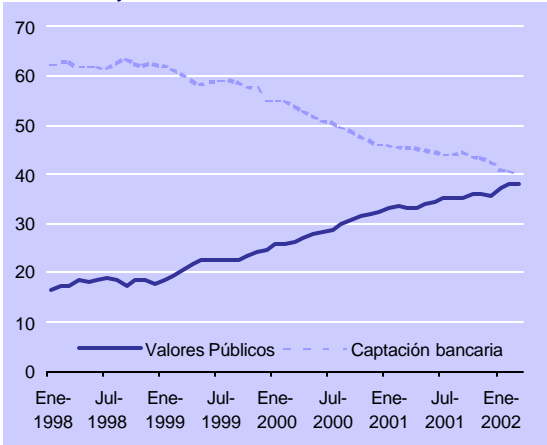
<sup>15</sup> Ver el Informe sobre la Inflación: Octubre - Diciembre 2001, página 50.



**Gráfica 16 Principales Componentes de M2**

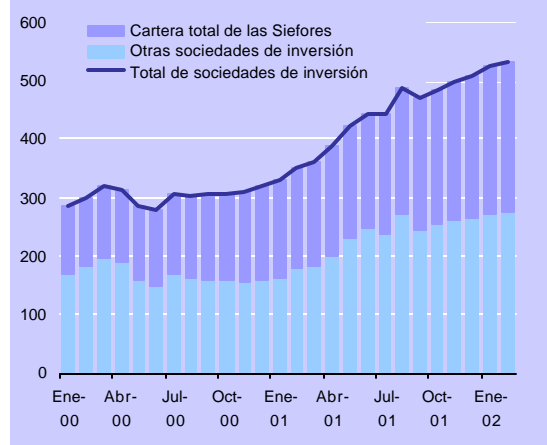
**a) Captación Bancaria y Valores Públicos \*/**

Porcentaje de M2



**b) Cartera de Valores de las Sociedades de Inversión**

Saldos en miles de millones de pesos

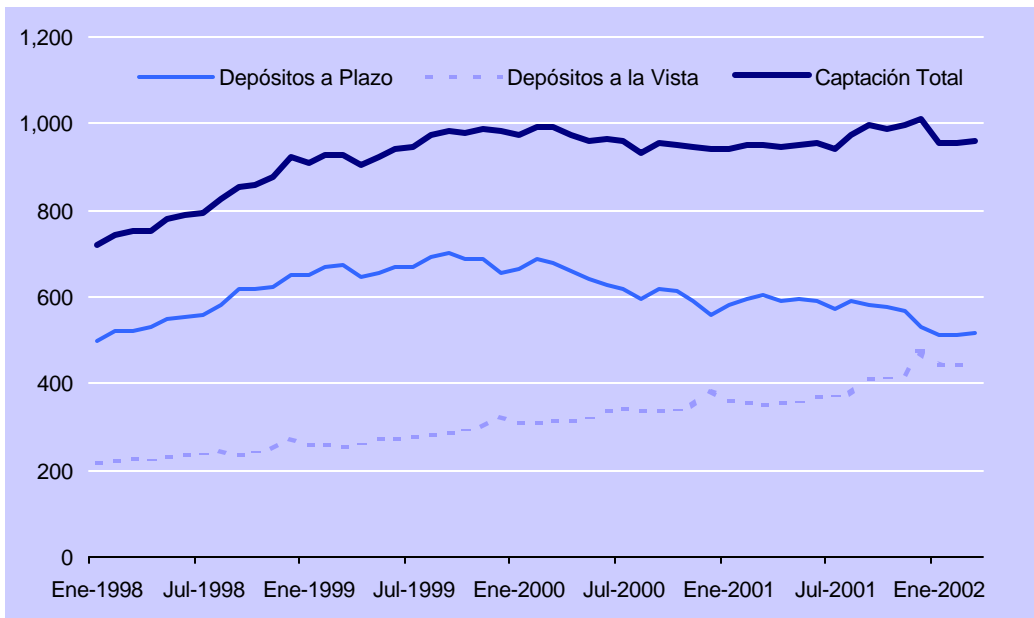


\*/ Los valores públicos incluyen los emitidos por el Gobierno Federal, el IPAB y el Banco de México.

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

**Gráfica 17 Captación de la Banca Comercial**

Saldos en miles de millones de pesos



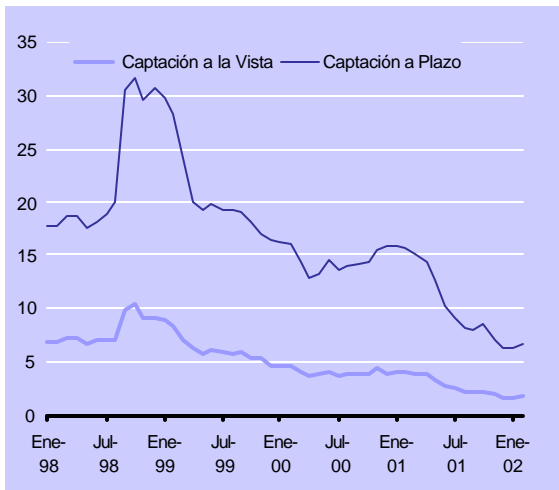
Esta recomposición de la captación hacia pasivos más líquidos se ha hecho particularmente evidente en los últimos seis meses. Lo anterior en virtud de la baja generalizada que han

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

**Gráfica 18 Tasas de Interés de la Captación Bancaria**

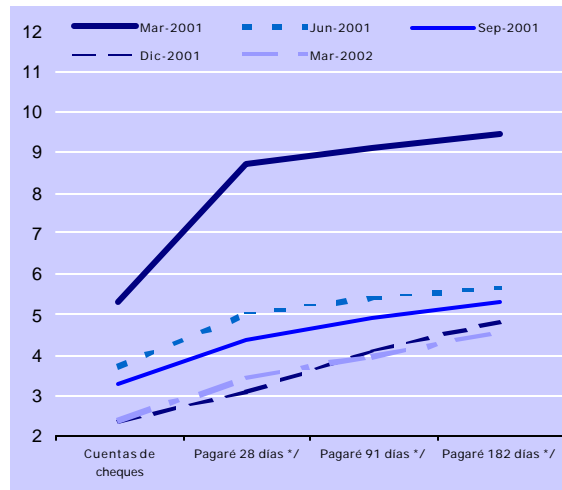
**Costo de Captación en Moneda Nacional**

Por ciento anual



**Tasas nominales**

Por ciento anual



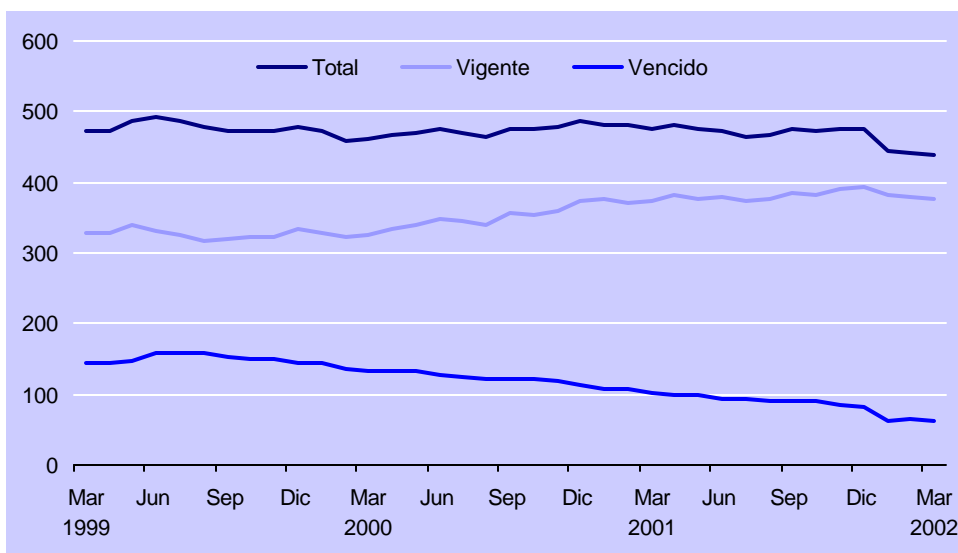
\*/ Tasas de ventanilla a la apertura.

### III.2.3. Financiamiento al Sector Privado

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

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

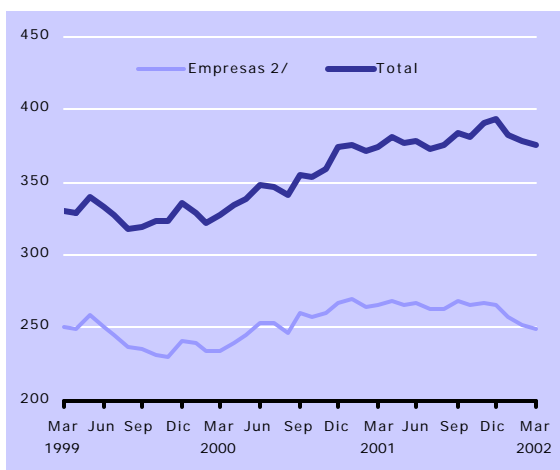
**Gráfica 19 Crédito Directo Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado**  
Saldos en miles de millones de pesos



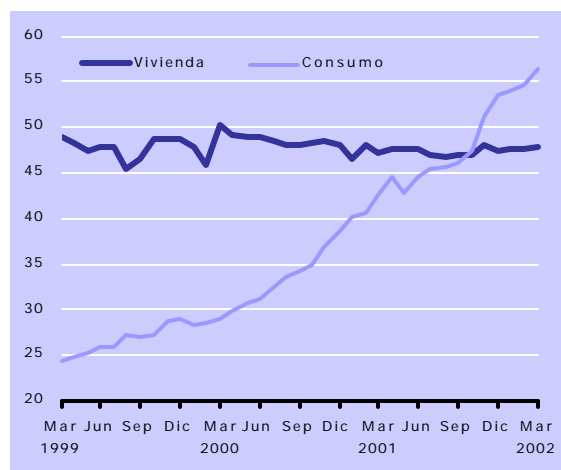
A la vez, el crédito total se ha visto influido por el comportamiento del crédito vigente y, en particular, por la disminución del concedido a las empresas. A marzo de 2002 este último concepto registró una reducción acumulada de 17.1 miles de millones de pesos (Gráfica 20). Sin embargo, el saldo del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

**Gráfica 20 Crédito Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado<sup>1/</sup>**  
Crédito vigente por destino

Saldos en miles de millones de pesos



Saldos en miles de millones de pesos



1/ Se refiere a la cartera propia de la banca comercial, concepto que excluye la cartera asociada a los programas de apoyo a deudores y de saneamiento bancario (pagarés IPAB-FOBAPROA y los Cetes-UDIs).

2/ Empresas y personas físicas con actividad empresarial. No incluye el crédito otorgado a intermediarios financieros no bancarios.

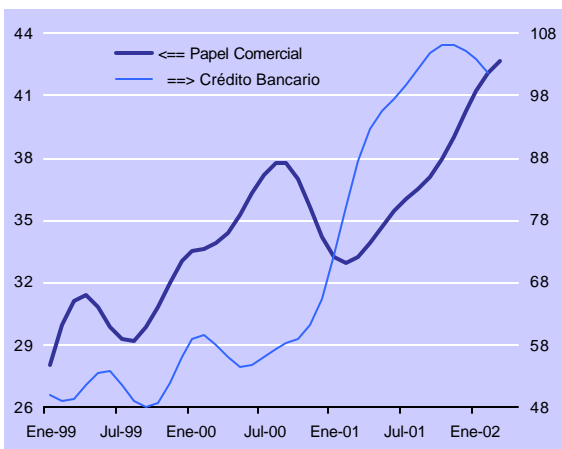
Considerando un conjunto más amplio de oferentes de recursos financieros, es posible apreciar lo siguiente:

- (a) El saldo del crédito otorgado por las Sofoles hipotecarias sigue expandiéndose. En febrero de 2002 lo hizo en 35.7 por ciento en términos reales, con respecto al nivel observado en el mismo mes de 2001. Ello contrasta con el estancamiento de ese tipo de crédito canalizado por la banca comercial; y
- (b) Al cierre de febrero de 2002, el saldo del crédito concedido por las Sofoles no hipotecarias registró un aumento de 19.6 por ciento a tasa anual en términos reales. Destacan por su peso relativo en el total las Sofoles especializadas en el sector automotriz, cuyo saldo de crédito mostró en el periodo de referencia un incremento real anual de 21.3 por ciento.

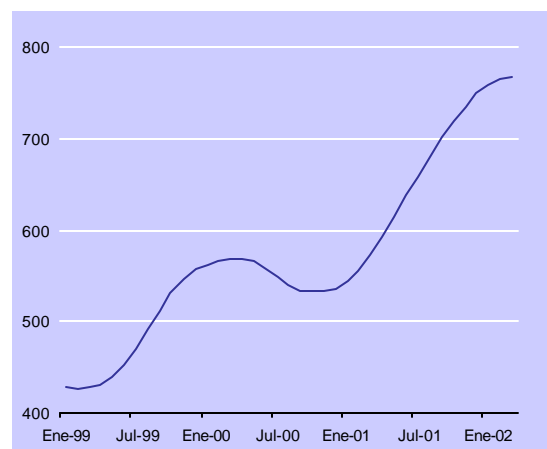
Finalmente, la estabilización macroeconómica se ha traducido en menores tasas de interés, propiciándose así la reducción de los costos financieros que enfrentan las empresas y los particulares. Asimismo, la mayor estabilidad en los mercados se ha reflejado en que el crédito se ha contratado a plazos más largos, tanto en lo que concierne al sector privado como al sector público (Gráfica 21).

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

**Tendencia del Plazo Promedio del Crédito Bancario y del Papel Comercial**



**Tendencia del Plazo Promedio del Vencimiento de los Valores Gubernamentales**



## IV. Perspectivas del Sector Privado<sup>16</sup>

---

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

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

---

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

- (a) Los pronósticos del sector privado nacional relativos al crecimiento de la economía de los Estados Unidos en el año 2002 aumentaron considerablemente, al pasar de 1.1 por ciento a tasa anual en diciembre de 2001 a 2 por ciento en marzo. Por otra parte, el pronóstico promedio de los analistas de los Estados Unidos relativo a la expansión de la economía de ese país para todo el año se ubicó en 2.6 por ciento<sup>17</sup>. Por otra parte, algunos bancos de inversión internacionales predicen un escenario de crecimiento aún elevado en 2002. El promedio de dichos pronósticos realizados por tres corredurías<sup>18</sup> se ubicó al momento de publicar este Informe en 2.9 por ciento (Cuadro 12). Asimismo, dichas instituciones estiman que el crecimiento en el primer trimestre de 2002 se haya situado en un intervalo entre 5 y 5.3 por ciento.

---

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

<sup>17</sup> Fuente: Consensus Forecasts, 8 de abril de 2002.

<sup>18</sup> Goldman Sachs, JP Morgan y Deutsche Bank.

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

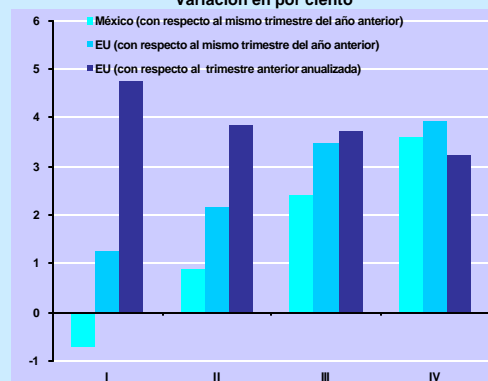
Debido a las distintas metodologías que se utilizan para calcular las tasas de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) y de otros indicadores económicos en México y en los Estados Unidos, dichas tasas no son directamente comparables. En México, el Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática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

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

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

tasas de crecimiento del PIB en ambos países resultan muy similares al usarse la misma metodología para calcularlas.

**Gráfica 1**  
Expectativas de Crecimiento del PIB real de México y de los Estados Unidos para 2002  
Variación en por ciento



Fuentes: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba el Banco de México; Goldman Sachs, Deutsche Bank y JP Morgan

**Cuadro 1**  
Expectativas de Crecimiento del PIB de México y de los Estados Unidos para 2002  
Variaciones en por ciento

|     | México   |  | Estados Unidos                                    |   |
|-----|--|--|---|---|
|     | con respecto al mismo trimestre del año anterior (1) | con respecto al mismo trimestre del año anterior | con respecto al trimestre anterior anualizada (2) | con respecto al trimestre anterior anualizada (2) |
| I   | -0.70  | 1.27   | 4.73  | 4.73  |
| II  | 0.90   | 2.16   | 3.83  | 3.83  |
| III | 2.40   | 3.46   | 3.73  | 3.73  |
| IV  | 3.60   | 3.94   | 3.23  | 3.23  |

1 Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba el Banco de México.

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

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

Cuadro 12

**Expectativas de Crecimiento del PIB de los Estados Unidos para 2002**

Variación trimestral anualizada en por ciento

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

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

2/ Promedio de los pronósticos de las corredurías de Deutsche Bank, Goldman Sachs y JP Morgan.  
n.a. No existe.

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

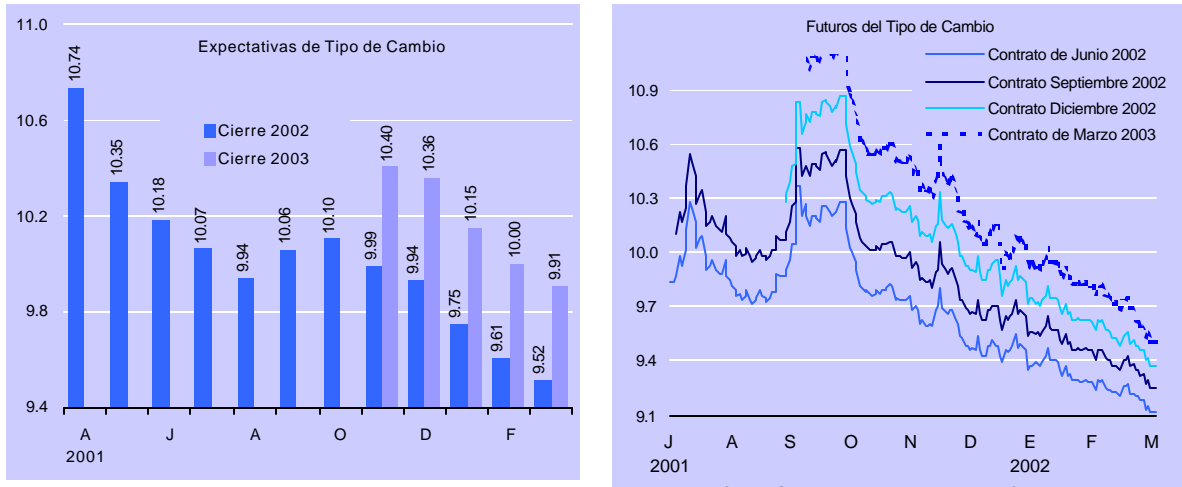
Los analistas modificaron su pronóstico para el nivel del tipo de cambio al cierre de 2002, pasando de 9.94 pesos por dólar en diciembre de 2001 a 9.52 pesos por dólar en marzo del presente año. Por otra parte, el precio de los futuros del peso al final de 2002 se redujo de 9.96 pesos por dólar en diciembre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

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

Gráfica 22

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

Pesos por dólar



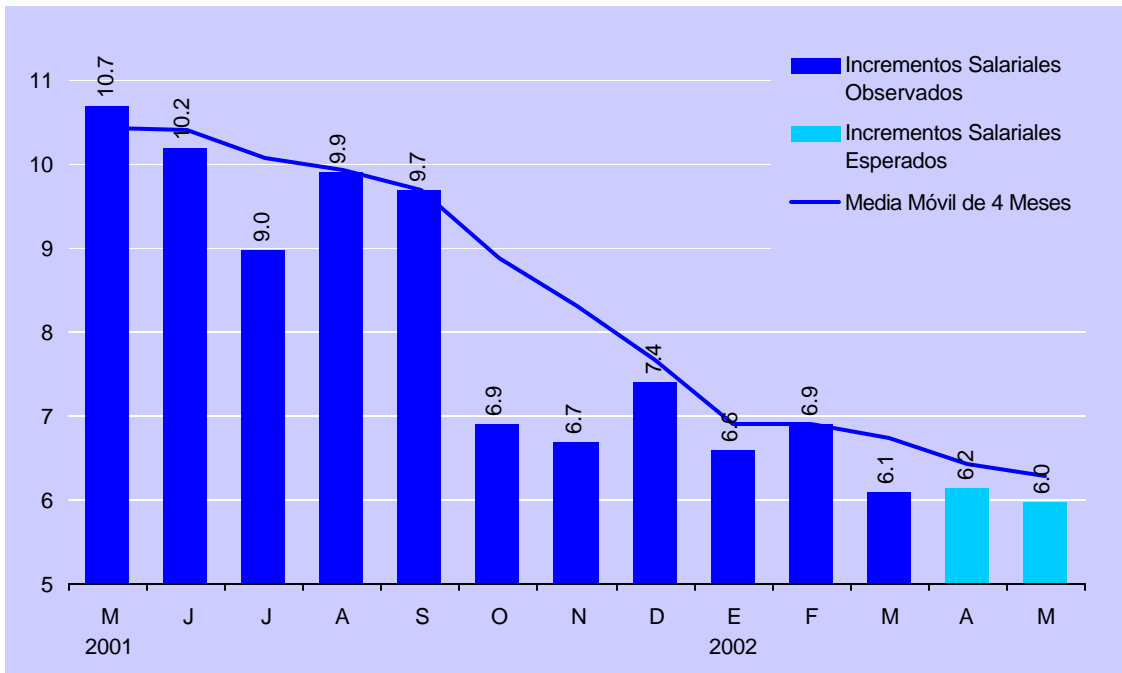
Fuente: Bloomberg y Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

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

Gráfica 23

Incrementos Salariales Contractuales

Por ciento



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



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

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

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

## **IV.2. Expectativas sobre la Inflación**

---

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

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

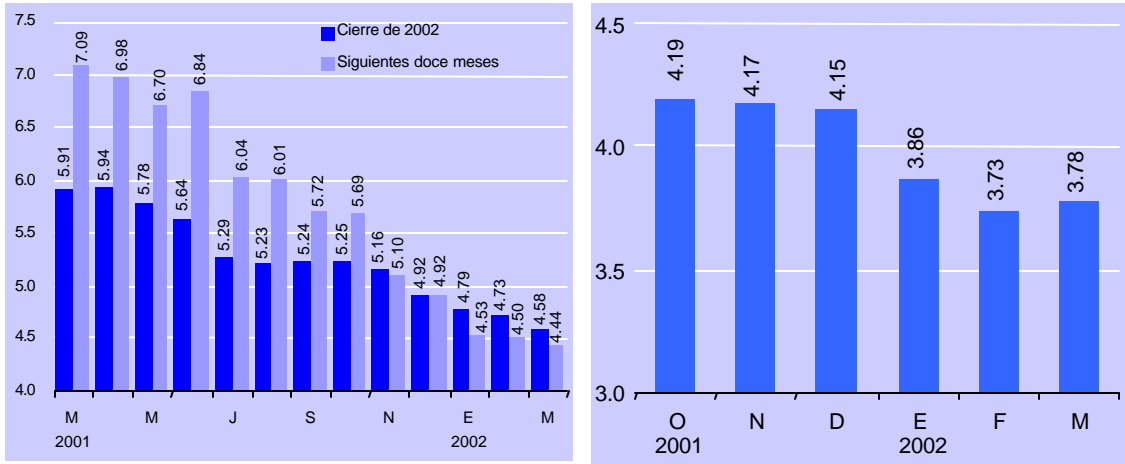
**Gráfica 24**

**Evolución de las Expectativas de Inflación**

Variación anual en por ciento

Cierre de 2002 y Sigüentes 12 meses

Cierre de 2003



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

## V. Balance de Riesgos y Conclusiones

---

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

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

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

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

Otro agregado económico que ha exhibido una gran sincronía con su contraparte en los Estados Unidos es la formación bruta de capital fijo. De ahí la relevancia que dicha variable haya mostrado en México, con la serie desestacionalizada, tasas de

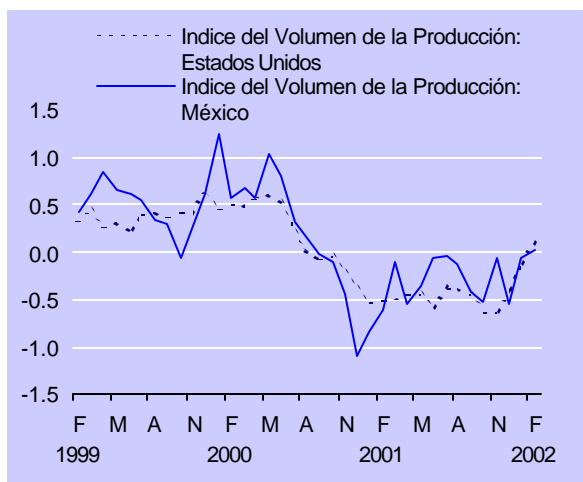
crecimiento positivas en 3 de los últimos 4 meses. La información señalada también sugiere que este agregado se ha estado anticipando a la recuperación económica tal como sucedió en la desaceleración.

**Gráfica 25**

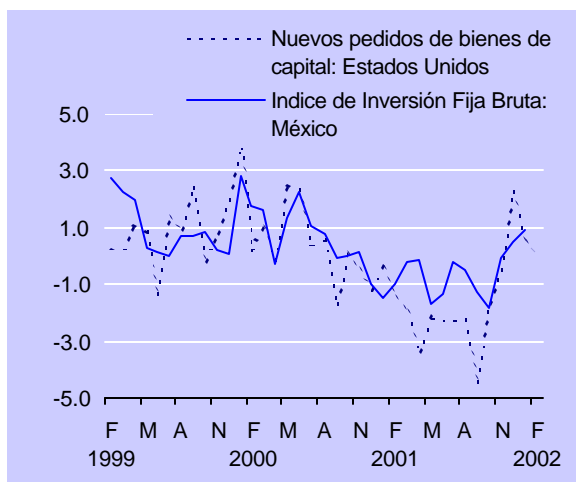
**Indicadores de Producción e Inversión en los Estados Unidos y México**

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

Indice del Volumen de la Producción Industrial



Indice de la Inversión Fija Bruta



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

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

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

La oferta de recursos externos ha sido suficiente para cubrir las necesidades de la economía a un costo bajo e incluso

decreciente. Ello ha sido congruente con una mayor oferta global de recursos a los mercados emergentes, lo cual se manifestó en la disminución de la tasa de rendimiento neto del índice EMBI<sup>+</sup> (sin Argentina) y en el fortalecimiento del tipo de cambio. Esto último fue reflejo de los siguientes dos factores: el otorgamiento del grado de inversión por parte de Standard & Poor's y la reactivación de la economía de los Estados Unidos.

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

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

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

Para el resto de 2002 resulta razonable suponer que el desenvolvimiento de la economía nacional se encontrará nuevamente condicionado por la evolución de los elementos

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

A continuación, se presentan los principales supuestos que conforman el escenario base del Banco de México relativos a la evolución del entorno externo para lo que resta de 2002:

- (a) El pronóstico referente al crecimiento económico que se logrará en el presente año en los Estados Unidos se ha revisado de 0.7 por ciento en el Programa Monetario para 2002 publicado en enero, a 2.2 por ciento en la actualidad. Esta modificación se apoya en la importante diferencia entre el crecimiento vigoroso probable en el primer trimestre y el que se había anticipado en enero. Asimismo, con base en el buen desempeño logrado en el primer trimestre, el incremento esperado del PIB real para el segundo se revisó al alza, ajustándose simultáneamente a la baja el repunte previsto para los últimos dos trimestres del año. Este pronóstico de crecimiento es similar al que publicó recientemente el FMI<sup>20</sup> y al del consenso de los analistas (2.1 por ciento). Cabe destacar que aunque la variación prevista para la producción industrial se modificó de -0.7 por ciento en enero a 0.2 por ciento en la actualidad, esta revisión es menor que la aplicada al pronóstico de crecimiento del producto;

---

<sup>20</sup> World Economic Outlook, abril 2002.

- (b) Con fundamento en las cotizaciones a futuro del precio del petróleo WTI, y considerando un diferencial con la mezcla mexicana similar al registrado en los últimos meses, el pronóstico es que en 2002 el precio promedio de dicha mezcla se ubique en aproximadamente 19 dólares por barril; y
- (c) La evolución reciente de los mercados financieros permite prever que en el segundo trimestre las condiciones y disponibilidad de financiamiento externo serán comparables a las prevalecientes en el primero. Para el segundo semestre, la estimación es que el incremento de las tasas de interés internacionales reduzca, aunque sólo ligeramente, la disponibilidad de recursos para los mercados emergentes. Sin embargo, en un contexto de tasas de interés internacionales crecientes, las economías emergentes a las que se ha otorgado el grado de inversión, como es el caso de México, resentirán en menor medida la contracción del flujo de recursos.

Como parece sugerirlo la evidencia preliminar del primer trimestre de 2002, la reactivación económica en los Estados Unidos se está transmitiendo hacia México en primera instancia a través del repunte de la actividad industrial. Por otra parte, los indicadores del consumo correspondientes al primer trimestre, así como las perspectivas de un crecimiento moderado del empleo, señalan que durante la primera mitad del año la contribución del consumo a estimular la expansión económica en México será limitada. No obstante, se espera que repunte en la segunda mitad del año, en la medida que se reactive la generación de empleos. En congruencia con la probable debilidad que exhibirá la demanda interna durante el primer semestre, y con la rápida reactivación de la actividad económica en los Estados Unidos, la contribución de las cuentas externas al crecimiento económico de México aumentará.

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

**Crecimiento Económico:** La estimación del crecimiento del PIB real se modificó al alza, de 1.5 por ciento en enero a 1.8 por ciento a la fecha de publicación de este Informe. Ello, en función de la mejoría del pronóstico relativo a la producción industrial en los Estados Unidos y del aumento previsible del

precio del petróleo. Por otra parte, la expansión esperada del gasto público se redujo debido al recorte del gasto dado a conocer por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público el 2 de abril. Esto último ocasionó una disminución de poca cuantía en la expectativa de crecimiento del PIB, la cual vino a compensar parcialmente la contribución positiva de los dos elementos anteriores.

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

- (a) La expectativa de un aumento de los ingresos por concepto de exportaciones petroleras; y
- (b) La disminución del déficit de la balanza comercial propiciada por un mayor crecimiento económico en los Estados Unidos junto con el limitado repunte de la demanda interna.

**Inflación:** La evolución reciente de la inflación anual, tanto la relativa al índice general como al subyacente, y la postura actual de la política monetaria son compatibles con el cumplimiento del objetivo establecido para el año. Sin embargo, como se mencionó, la volatilidad que ha exhibido la inflación anual del subíndice de los precios agropecuarios podría inducir fluctuaciones impredecibles en la del INPC.

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

- (a) Un crecimiento económico en los Estados Unidos sustancialmente menor que el esperado; y
- (b) Una importante contracción de los flujos de capital hacia los mercados emergentes. Ello, como consecuencia de que las tasas de interés internacionales aumentaran muy por encima del nivel incorporado actualmente en los futuros y en las tasas de interés de largo plazo.

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



experimente una reducción, lo cual muy probablemente conduciría a un debilitamiento importante de la tasa de expansión del PIB.

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

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

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

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

El principal elemento interno de riesgo, que daría lugar a una modificación del escenario base, estaría asociado a un deterioro de las perspectivas de expansión de mediano plazo de la economía nacional. Ello podría materializarse si la economía de

los Estados Unidos mostrara un repunte vigoroso, mientras que la mexicana se recuperara lentamente.

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

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

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

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

Lo anterior pone de relieve la urgencia de conseguir resultados palpables en al menos dos frentes. Por un lado, en las mencionadas reformas estructurales pendientes, las cuales redundarían en un entorno mucho más propicio para la inversión y abrirían oportunidades hoy cerradas a ésta. Por otro, es preciso que en las revisiones de los salarios contractuales nominales, trabajadores y empresas lleguen a acuerdos congruentes con la evolución esperada de la inflación y con las ganancias sostenibles en la productividad de la mano de obra. La creación sostenida de fuentes de trabajo más numerosas y mejor remuneradas necesariamente se fundamenta en incrementos en la productividad que trascienden consideraciones de índole cíclica.

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

\* \* \*

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