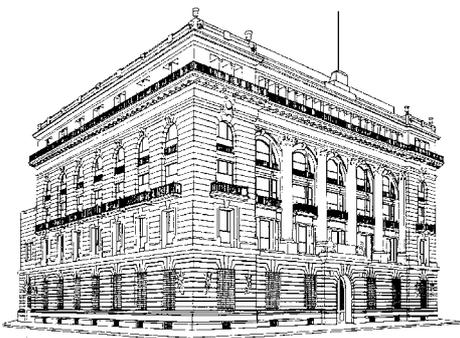


Política Monetaria

Informe sobre el primer
semestre de 2002



BANCO DE MEXICO

SEPTIEMBRE, 2002

JUNTA DE GOBIERNO

GOBERNADOR

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

SUBGOBERNADORES

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSE JULIÁN SIDAOUI DIB

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

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

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

I. Introducción

Según el mandato constitucional del Banco de México, el objetivo prioritario de la política monetaria es la procuración de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

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

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

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

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

En México, la conducción de la política monetaria se lleva a cabo en un entorno en el cual tanto el tipo de cambio como las tasas de interés se determinan libremente en los mercados financieros. En este contexto, el Banco de México, al igual que la mayoría de los bancos centrales del mundo, garantiza antes que

nada que no generará ni excesos ni faltantes de oferta de base monetaria. Con esa finalidad, ajusta diariamente la oferta de dinero primario de forma tal que ésta corresponda con su demanda.

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

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

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

Si de tal análisis se desprende que el pronóstico de la inflación es incongruente con los objetivos, el banco central deberá modificar la postura de la política monetaria para inducir un cambio de dirección en el proceso inflacionario. Este tipo de intervención preventiva disminuye los costos del proceso de reducción de la inflación. Por tanto, el Banco de México debe

realizar permanentemente una evaluación de las presiones inflacionarias y actuar con oportunidad cuando se presenten incongruencias entre las metas y los pronósticos. Asimismo, mientras más claras y transparentes sean las acciones de la autoridad monetaria su efectividad se incrementará y el costo del proceso desinflacionario será más reducido. Para el análisis detallado de la evolución de las presiones inflacionarias, debe darse un seguimiento especial a las variables que se indican a continuación:

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

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

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

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

II. Entorno Económico en el Primer Semestre

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

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

En contraste, las principales variables externas que influyen sobre el desempeño de la economía mexicana tuvieron un comportamiento mixto durante el segundo trimestre. Si bien las variables reales mostraron una evolución relativamente favorable, la de los mercados financieros internacionales fue poco propicia y hacia el final del periodo asomaron nuevos signos de incertidumbre en estos mercados. Por otra parte, el comportamiento de los indicadores de la actividad económica en los Estados Unidos no

fue uniforme, pues mientras algunas variables continuaron mejorando otras mostraron escaso vigor. En balance, la evidencia proveniente del sector real indicaba que la recuperación de la economía de aquel país seguía en marcha, aunque no era tan robusta como se esperaba. Por añadidura, las noticias más recientes provenientes de los mercados financieros estadounidenses han sido preocupantes y podrían afectar la recuperación de dicha economía. Finalmente, en el segundo trimestre se deterioraron las perspectivas en América Latina, especialmente en lo que se refiere a los países del Mercosur.

* * *

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

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

Por otra parte, el crecimiento nominal de los salarios contractuales disminuyó a niveles entre 5.8 y 6.5 por ciento. Sin embargo, estas tasas son todavía elevadas dada la holgura prevaleciente en el mercado laboral. Lo anterior ha limitado la recuperación de la ocupación. Para generar empleos a una tasa congruente con la expansión de la fuerza laboral y comenzar a recuperar los puestos de trabajo que se perdieron en 2001, es

¹ Sin considerar a la construcción.

necesario que continúen atenuándose los aumentos salariales para hacerlos más acordes con la situación del mercado laboral.

* * *

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

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

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

- (a) en junio el IGAE presentó un incremento anual, lo que representó el tercer mes consecutivo con variación anual positiva;
- (b) la producción industrial en el segundo trimestre registró una variación anual positiva;
- (c) las ventas al menudeo también aumentaron a tasa anual en el segundo trimestre;
- (d) en el sector automotriz las ventas internas mostraron un avance notable en el segundo trimestre, con lo que continuó la expansión observada en el primer trimestre; y

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

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

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

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

* * *

La evolución durante el primer semestre de los principales índices de precios resultó congruente con el objetivo de lograr al final del año una inflación anual que no rebase 4.5 por ciento. En comparación con diciembre del año anterior, al finalizar el primer semestre de 2002 la inflación anual general aumentó mientras que la subyacente disminuyó.

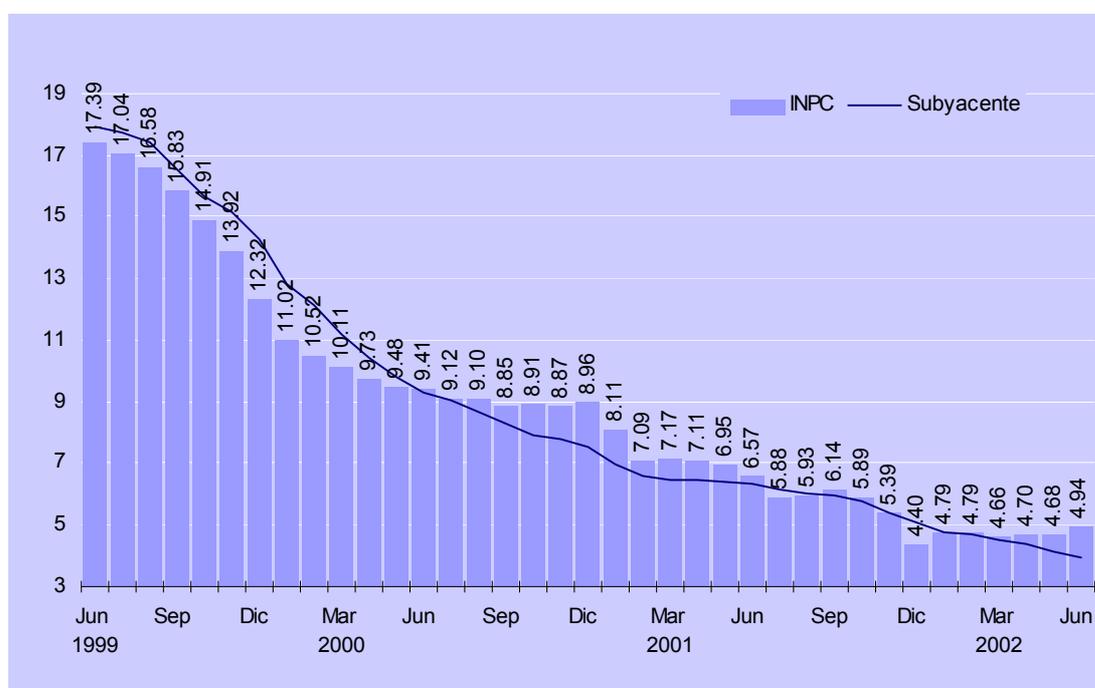
La inflación anual medida con el INPC se incrementó en el segundo trimestre de 2002 con respecto a la registrada al cierre del primero. En junio ésta resultó de 4.94 por ciento, mientras que en marzo había sido de 4.66 por ciento.

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

Gráfica 1

Indice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente

Variación anual en por ciento



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

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

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

	Variaciones anuales			Variaciones trimestrales		
	Jun 2002/ Jun 2001	Mar 2002/ Mar 2001	Dic 2001/ Dic 2000	Jun 2002/ Mar 2002	Mar 2002/ Dic 2001	Dic 2001/ Sep 2001
	INPC	4.94	4.66	4.40	1.24	1.37
Subyacente	3.96	4.54	5.08	0.71	1.67	0.78
Mercancías	1.99	2.84	3.85	0.20	1.01	0.46
Servicios	6.81	7.02	6.87	1.43	2.61	1.26
Agropecuarios	5.15	2.85	1.35	5.27	-4.95	0.10
Frutas y Verduras	12.82	0.06	-5.97	16.34	-11.38	-1.04
Carne y Huevo	0.42	4.56	6.84	-1.25	-0.71	0.86
Educación	13.16	13.61	14.02	0.20	0.98	0.05
Administrados y Concertados	6.93	4.58	2.21	0.95	4.51	2.45
Administrados	7.27	1.35	-1.26	1.00	4.73	4.83
Concertados	6.66	7.28	5.13	0.91	4.34	0.66

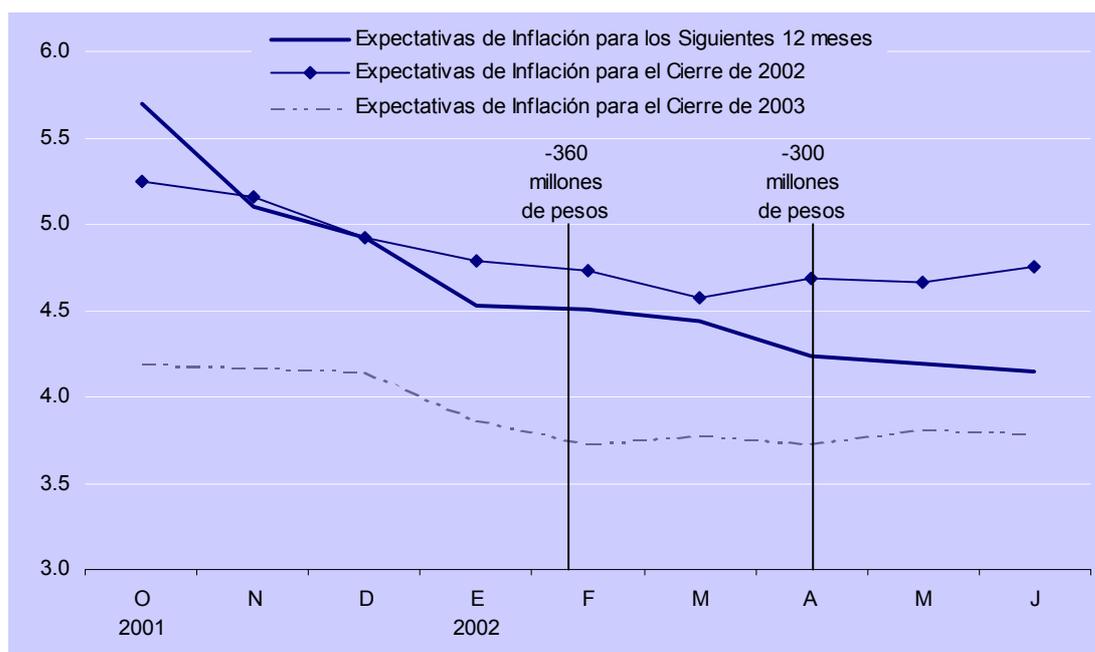
La inflación subyacente de las mercancías, que en el pasado se había caracterizado por ser muy sensible a los movimientos cambiarios, disminuyó significativamente durante el segundo trimestre de 2002. Ello, aún cuando el tipo de cambio mostró una depreciación importante. Así, en junio la inflación subyacente anual de las mercancías se ubicó en 1.99 por ciento, lo que se compara favorablemente con el dato de marzo que había resultado de 2.84 por ciento. Por otro lado, la inflación subyacente de los servicios descendió marginalmente. En junio la tasa de crecimiento anual del subíndice de precios subyacente de los servicios se ubicó en 6.81 por ciento, mientras que en marzo había sido de 7.02 por ciento.

III. La Política Monetaria Durante el Primer Semestre de 2002

El 8 de febrero de 2002 se aumentó el “corto” a 360 millones de pesos. La medida se tomó con el fin de evitar un posible deterioro de las expectativas de inflación y de prevenir la

eventualidad de un contagio sobre la formación de los precios en general. Esto último, debido al impacto inflacionario derivado de la eliminación parcial del subsidio a las tarifas eléctricas residenciales que fue anunciada por el Gobierno Federal el 29 de enero y entró en vigor a partir del 8 de febrero.

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



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

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

Así, el 12 de abril la Junta de Gobierno del Banco de México decidió disminuir el “corto” de 360 a 300 millones de pesos, manteniéndolo en ese nivel durante el resto del semestre.

En el periodo posterior a la disminución del “corto” ocurrieron diversos eventos externos de signo desfavorable. Estos se tradujeron en una depreciación del tipo de cambio así como en tasas de interés más elevadas. Sin embargo, al primer semestre del

año en curso no se encontró evidencia de que el ajuste cambiario se hubiera manifestado en presiones sobre los precios que obstaculizaran el cumplimiento del objetivo de inflación. Como quiera, el Banco de México se mantendrá atento a la manifestación de dichas presiones, para contrarrestarlas en su caso.

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

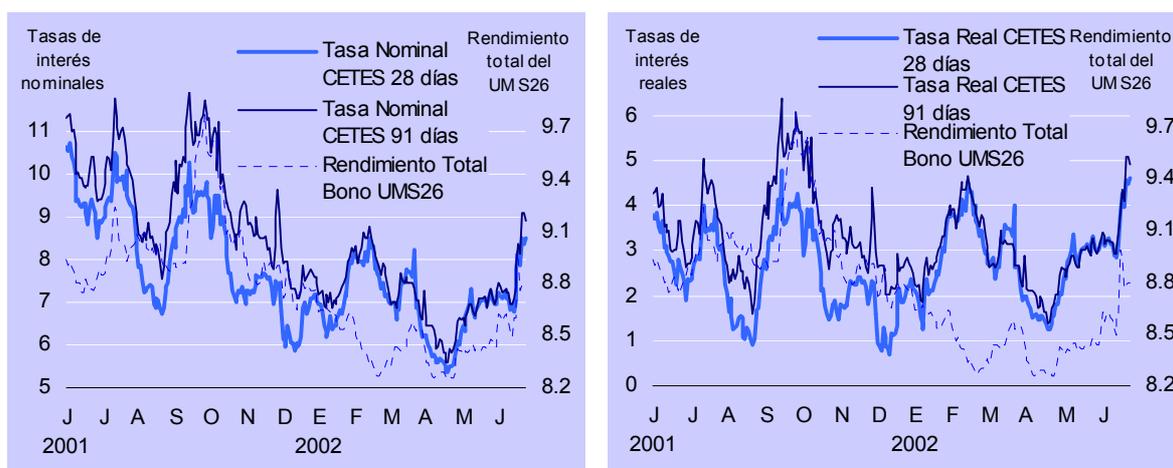
- (a) los agentes económicos han sido más cautos para modificar sus precios, ya que el tipo de cambio experimenta movimientos en ambas direcciones;
- (b) la debilidad que ha mostrado la demanda agregada no ha conformado un entorno propicio para trasladar al consumidor los movimientos del tipo de cambio;
- (c) muchos contratos y precios se habían estipulado tomando en cuenta una mayor depreciación que la observada, por lo que al parecer ya se encontraba incorporada en un número elevado de precios; y
- (d) el alza de las tasas de interés en paralelo con la depreciación del tipo de cambio.

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

A partir de mediados de febrero, en anticipación a una evolución favorable de la inflación durante el resto de ese mes, las tasas de interés internas, tanto nominales como reales, se redujeron significativamente. Al respecto, alcanzaron a principios de la segunda semana de marzo niveles similares a los prevalecientes a

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

Gráfica 3 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales^{1/} y Rendimiento Total del Bono UMS26
Por ciento



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

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

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

III.1. Agregados Monetarios y Crediticios

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

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

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

	Saldos		Flujos efectivos enero - marzo	Flujos efectivos abril - junio	Flujos efectivos acumulados ^{1/}
	Al 31 Dic. 2001	Al 30 Jun. 2002	2002	2002	al 30 de junio de 2002
(A) Base Monetaria (Pesos)	225,580	211,893	-9,272	-4,416	-13,688
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{2/}	411,315	454,325	13,497	-5,838	7,660
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	44,857	45,630	1,453	-680	773
Variación de Activos Internacionales Netos			1,453	-680	773
<i>Pemex</i>			3,382	302	3,684
<i>Gobierno Federal</i>			-2,004	-1,856	-3,860
<i>Otros</i>			75	874	949
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-185,735	-242,432	-22,769	1,422	-21,347
Memorándum:					
(D) Reserva Internacional (Dólares) ^{3/}	40,880	42,723	1,349	494	1,843

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

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

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

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

El saldo promedio del medio circulante (M1) creció 17.4 por ciento en términos reales en el primer semestre de 2002. Por otra parte el agregado monetario amplio (M4) se expandió a una tasa real anual de 9.2 por ciento en promedio durante ese lapso. Cabe recordar que el incremento de estos agregados estuvo influenciado por la operación de compra de Banamex por Citigroup. En el caso de M1, la tasa de variación anual real ajustada por dicho efecto fue de 12.7 por ciento en promedio en el semestre enero-junio.

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

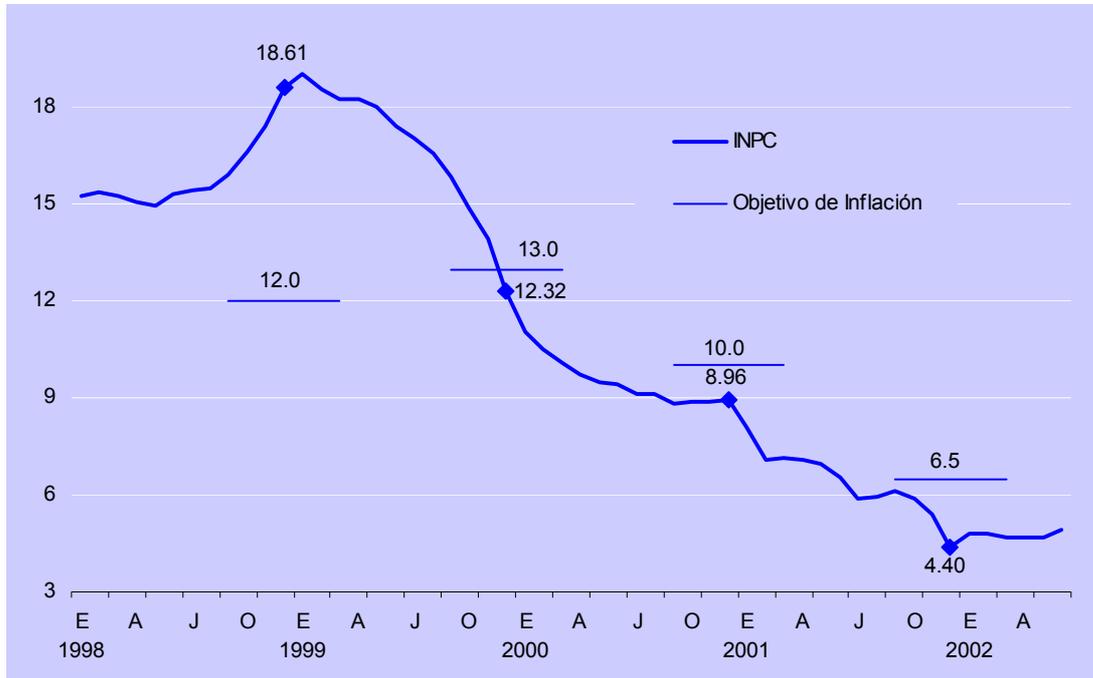
La evolución del crédito vigente al sector privado se debió en gran medida a la expansión del crédito al consumo. A junio el saldo de crédito vigente al consumo registró una variación real anual de 33.6 por ciento. En contraste, el crédito vigente otorgado por la banca a empresas reportó una contracción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

IV. Objetivo de Inflación de Largo Plazo

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

Gráfica 4

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



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

Aunque la política monetaria se aplique con la finalidad de llegar a los objetivos planteados, su cumplimiento está sujeto a un cierto grado de incertidumbre. Por lo anterior, la Junta de Gobierno decidió que alrededor del objetivo de inflación para diciembre de 2003 y para el largo plazo se establezca un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual.

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

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

- (b) el uso reiterado de la inflación del INPC como referencia en infinidad de contratos y negociaciones está profundamente enraizado en la sociedad mexicana; y
- (c) el INPC se da a conocer oportunamente en intervalos regulares y no está sujeto a revisiones.

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

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

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

- (a) la política monetaria ejerce una influencia sobre los precios a través de varios canales indirectos, que se conocen como mecanismo de transmisión de la política monetaria. Dicho mecanismo está sujeto a rezagos considerables e indeterminación;
- (b) existen algunos precios en la economía cuya determinación se ve menos influida por las acciones de la política monetaria y que están sujetos a una alta volatilidad, por lo que tienen cambios imprevisibles; y

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

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

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

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

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

- (a) fortalece el compromiso del Banco de México con la estabilidad del nivel general de precios;
- (b) ofrece a la sociedad una guía útil respecto a la evolución futura de la inflación; y

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

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

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

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

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

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

V. Balance de Riesgos y Conclusiones

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

- (a) incremento del PIB real de los Estados Unidos, aunque a un ritmo menor que el anticipado. Asimismo, en las

últimas semanas se conformó un balance de riesgos que sugiere una expansión más lenta en la segunda mitad del año que la supuesta en el escenario central del Banco de México;

- (b) depreciación real del dólar respecto al euro y al yen;
- (c) repunte ligero de la demanda interna; y
- (d) volatilidad de los mercados internacionales de capital, lo cual dio lugar a una reducción de los flujos de inversión de cartera hacia México y a un deterioro de la percepción del riesgo país en América Latina.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- (a) por el lado de la inflación subyacente, debido a que en el futuro la contribución adicional al esfuerzo desinflacionario deberá provenir en mayor medida del subíndice de los servicios (dado que la inflación anual de las mercancías ya se encuentra en niveles muy bajos),

será necesaria una inflexión adicional importante de la tasa de incremento nominal de los salarios;

- (b) la determinación de los precios administrados y concertados por el sector público necesita ser congruente con el objetivo de inflación de largo plazo; y
- (c) el subíndice de los precios agropecuarios deberá tener un comportamiento en línea con el objetivo. Lo anterior podrá cumplirse en ausencia de fenómenos climatológicos adversos, tanto a nivel nacional como internacional, que pudieran afectar los precios internos y externos de dichos productos.

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

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

- (a) que la economía de los Estados Unidos no se recuperara en la segunda mitad del año de acuerdo a lo previsto en el escenario base;
- (b) que tuviera lugar una corrección aún más pronunciada de la cotización dólar/euro; y.
- (c) que ocurriera una importante contracción adicional de los flujos de capital a los mercados emergentes.

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

- (a) respecto a la evolución de la inflación, el principal riesgo en los próximos meses, es que se produjera una transmisión significativa de la depreciación cambiaria a los precios, a las expectativas de inflación y a las negociaciones salariales; y
- (b) un deterioro mayor de las expectativas de expansión de mediano plazo causado por una percepción desfavorable

sobre el futuro de la agenda de reforma estructural y por la tensión política que ha llevado a la falta de acuerdos.

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

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

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