

Informe sobre la Inflación

Octubre – Diciembre 2001

y

Programa Monetario para 2002



BANCO DE MEXICO

ENERO, 2002

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜEMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB

El Artículo 51 de la Ley del Banco de México contiene provisiones para conciliar la autonomía del Instituto Central con la necesaria rendición de cuentas sobre su gestión. La fórmula que el Legislativo consideró más apropiada a ese fin es la presentación por parte del Banco Central de informes periódicos sobre sus políticas y actividades. El artículo citado señala en su fracción I, que en enero de cada año el Instituto Central enviará al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión, y en los recesos de este último a su Comisión Permanente, una exposición sobre la política monetaria a seguir por la Institución en el ejercicio respectivo.

A partir de la promulgación de su actual Ley, el Banco de México ha instrumentado la política monetaria con el objetivo prioritario de abatir la inflación de manera perdurable. Un elemento fundamental de la estrategia ha sido el fortalecimiento de la credibilidad en el Instituto Central con respecto al logro de su objetivo. Para ello, el Banco de México ha hecho un esfuerzo sin precedentes a fin de dar a conocer su interpretación de los acontecimientos que afectan a la economía del país y las acciones y políticas adoptadas para propiciar su mejor desempeño. Lo anterior se ha traducido en una mayor transparencia de la política monetaria, al aumentar tanto el volumen como la oportunidad de la información que el Banco provee a la ciudadanía.

En congruencia con lo anterior, la Junta de Gobierno del Banco de México acordó publicar a partir de abril de 2000 Informes Trimestrales sobre la Inflación en los meses de enero, abril, julio y octubre. Los referidos Informes contienen una descripción detallada de la evolución de la inflación y de los principales factores que la afectaron, así como la evaluación del entorno económico que ha servido de fundamento para las acciones de política monetaria requeridas para cumplir con el mandato Constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Los Informes sobre la Inflación correspondientes al primero, segundo y tercer trimestres de 2001 fueron enviados oportunamente al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión.

El presente documento incluye tanto el “Informe sobre la Inflación: Octubre–Diciembre 2001” como el “Programa Monetario para 2002”. En este último apartado, en cumplimiento de lo dispuesto por el citado Artículo 51, fracción I de la Ley del Banco de México, se presenta la exposición sobre la política monetaria correspondiente al ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 2002.

ADVERTENCIA

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

INDICE

I. Introducción	1
II. Informe sobre la Inflación: Octubre-Diciembre 2001	4
II.1. Evolución Reciente de la Inflación	4
II.2. Comportamiento de los Distintos Indicadores de Inflación	5
II.2.1. Inflación Anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente	5
II.2.2. Inflación Mensual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente	8
II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor	9
II.3. Principales Determinantes de la Inflación	10
II.3.1. Entorno Externo	10
II.3.2. Precio del Petróleo	11
II.3.3. Evolución de la Economía de los Estados Unidos	13
II.3.4. Evolución de la Economía del Resto del Mundo	16
II.3.5. Remuneraciones, Salarios y Empleo	20
II.3.6. Oferta y Demanda Agregadas	31
II.3.7. Balanza de Pagos, Flujos de Capital y Tipo de Cambio	35
II.3.8. Precios Administrados y Concertados	38
II.3.9. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación	39
II.3.10. Resumen	39
II.4. La Política Monetaria Durante el Cuarto Trimestre de 2001	40
II.4.1. Acciones de Política Monetaria	40
II.5. Agregados Monetarios y Crediticios	46
II.5.1. Base Monetaria, Activos Internacionales Netos y Crédito Interno Neto	46
II.5.2. Agregados Monetarios	51
II.5.3. Financiamiento al Sector Privado	56

III. Panorama General de la Economía en 2001 y Perspectivas del Sector Privado para 2002	59
III.1. Aspectos Sobresalientes de la Evolución de la Economía y de la Aplicación de la Política Monetaria en 2001	59
III.2. Perspectivas del Sector Privado para 2002	65
III.2.1. Pronóstico sobre los Principales Determinantes de la Inflación	65
III.2.2. Expectativas del Sector Privado sobre la Inflación	69
IV. Programa Monetario para 2002	70
IV.1. Elementos del Programa Monetario	72
IV.1.1. Objetivos del Programa	72
IV.1.2. Instrumentación de la Política Monetaria	76
IV.1.3. Análisis de la Coyuntura Económica y de las Presiones Inflacionarias y Política de Comunicación	79
IV.2. Perspectivas para el Año 2002 y Balance de Riesgos	80
IV.2.1. Entorno Externo	81
IV.2.2. Evolución Prevista para las Principales Variables Macroeconómicas en 2002	87
IV.2.3. Balance de Riesgos	95
V. Consideraciones Finales	99
Apéndice 1: Pronóstico de la Demanda de Base Monetaria en 2002	102

I. Introducción

A lo largo del año 2001, el crecimiento económico en México resultó severamente afectado por la desaceleración que padeció la economía de los Estados Unidos. Se estima que el año pasado el PIB mexicano haya registrado en términos reales una caída de 0.3 por ciento, atravesando la economía por su primera recesión desde 1995. A pesar de lo anterior, en 2001 también se obtuvieron en México resultados positivos e importantes. Entre estos logros destacan el descenso de la inflación anual de 8.96 por ciento en diciembre de 2000 a 4.40 por ciento en diciembre de 2001 y la significativa disminución de las tasas de interés, nominales y reales, las cuales alcanzaron niveles que no habían sido observados en mucho tiempo. Así, en 2001 la economía registró, por primera vez en los últimos 25 años, un ciclo económico normal en el cual la desaceleración de la economía estuvo acompañada de un comportamiento estable de las principales variables financieras.

A la luz de la estrecha vinculación que existe entre la economía mexicana y la de los Estados Unidos, se presentó durante el año un desempeño desfavorable de las exportaciones, la producción y el empleo. Sin embargo, cabe destacar que a diferencia de lo ocurrido en episodios pasados caracterizados por una variación negativa del producto, en el actual las variables financieras se han mantenido estables y la inflación se ha reducido. Ello permite anticipar que la economía se recuperará simultáneamente con la del resto del mundo. La favorable evolución de las variables financieras en México es atribuible al esfuerzo desinflacionario, a una política fiscal prudente, a la continuidad de la inversión extranjera inducida por las reformas estructurales realizadas en el pasado y a la estabilidad del déficit de la cuenta corriente.

Como ya se mencionó, los resultados en materia de inflación durante 2001 fueron positivos, cumpliéndose por tercer año consecutivo con el objetivo propuesto. El descenso de la tasa de crecimiento de los precios se sustentó en los siguientes factores: en la política monetaria de corte preventivo instrumentada en 2000 y al inicio de 2001; en la desaceleración de la demanda agregada; en la estabilidad cambiaria; y, por último, en una evolución muy propicia de los precios de los bienes agropecuarios y de los administrados y concertados.

Con respecto a esto último, el carácter volátil de dichos precios sugiere que parte del desempeño reciente de la inflación general podría resultar transitorio. Por tanto, en esta situación ha ganado relevancia la inflación subyacente como indicador de la tendencia inflacionaria de mediano plazo.

Para consolidar los resultados obtenidos y alcanzar una inflación baja y estable, en los próximos años la política monetaria se orientará a cumplir con las metas propuestas para 2002 y 2003. En respuesta a los cambios que ha experimentado la economía de México, la conducción de la política monetaria evolucionó hacia un esquema de objetivos de inflación, cuya adopción se formalizó el año pasado. Este esquema ha sido aplicado exitosamente por un número importante de bancos centrales del mundo. En lo que hace a México, los resultados obtenidos durante la convergencia fueron satisfactorios. Al igual que para el programa monetario del año pasado, en el presente documento se comentan las características de este régimen y se explican los canales a través de los cuales su utilización aumenta la efectividad de la política monetaria.

Durante 2002 se espera una recuperación gradual de la actividad económica en México. Sin embargo, es previsible que la economía enfrentará todavía algunas limitantes para que se presente un crecimiento a tasas elevadas y una rápida recuperación del empleo. Entre estas cabe destacar:

- (a) La reactivación económica en los Estados Unidos probablemente sea gradual y no se espera que resulte tan vigorosa como la observada antes de la actual recesión.
- (b) El incremento de los costos unitarios de la mano de obra en México (derivado de aumentos salariales desacordes con el objetivo de inflación más el crecimiento previsible en la productividad) y la fortaleza del tipo de cambio probablemente limitarán la recuperación del empleo.
- (c) Si bien el Presupuesto de Egresos de la Federación y la Ley de Ingresos para 2002 incluyen una serie de reformas conducentes a aumentar los ingresos públicos y a hacer más efectiva la recaudación del impuesto sobre la renta, el sector público enfrenta aún requerimientos financieros elevados y persisten deficiencias estructurales importantes en las cuentas públicas.

Los elementos anteriores subrayan la urgencia de avanzar decididamente en el proceso de cambio estructural. Ello, con la finalidad de incrementar la productividad de forma que tenga lugar

una pronta y vigorosa expansión de la actividad económica, acompañada de una importante creación de empleos.

En el ámbito de los precios, si bien persistirán algunos factores susceptibles de aminorar las presiones inflacionarias, como la continuación de la estabilidad en las variables financieras y una demanda agregada todavía débil, existen varios elementos que previsiblemente obrarán en el sentido opuesto en el transcurso de 2002. Entre estos últimos cabe señalar los siguientes:

- (a) La probable reversión del comportamiento favorable que tuvieron los precios de los productos agropecuarios durante 2001;
- (b) La rigidez a la baja de los incrementos salariales contractuales;
- (c) Las expectativas de inflación para 2002 y 2003 todavía son superiores a las metas;
- (d) El impacto inflacionario de las medidas fiscales aprobadas recientemente;
- (e) El aumento de algunos precios administrados y concertados; y
- (f) Varios de los precios excluidos del subíndice de precios subyacente experimentaron incrementos inusualmente bajos durante algunos meses de 2001, en particular considerando los patrones estacionales observados en años previos. Este fenómeno tendrá como consecuencia que la inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) repunte temporalmente en los meses correspondientes de 2002.

Como resultado de estas influencias, se prevé que la inflación anual del INPC en enero y febrero resultará más elevada que en diciembre de 2001. Sin embargo, durante este periodo la inflación subyacente se mantendrá estable o continuará descendiendo. Así, el aumento de la inflación anual del INPC debería ser de corta duración, en cuyo caso no afectaría la tendencia de mediano plazo. Por ello, en los próximos meses la autoridad monetaria analizará cuidadosamente la información de que dispone a fin de detectar cualquier indicio de contaminación hacia otros precios, a las expectativas de inflación de mediano plazo o a las revisiones salariales. De llegarse a identificar elementos que sugirieran algún contagio, la postura de la política monetaria se haría más restrictiva con el propósito de contrarrestar dichas influencias.

II. Informe sobre la Inflación: Octubre-Diciembre 2001

II.1. Evolución Reciente de la Inflación

La evolución de los precios en el cuarto trimestre de 2001 resultó en general favorable. Este desempeño se sumó al importante descenso que registró la inflación anual en los primeros tres trimestres y permitió el cumplimiento por tercer año consecutivo con la meta de inflación. Así, el objetivo propuesto de finalizar el año con una inflación inferior a 6.5 por ciento se alcanzó con holgura, al ubicarse en 4.4 por ciento. Durante el trimestre reportado la inflación anual se caracterizó por menores incrementos de todos los subíndices de precios que conforman el INPC. Al respecto cabe destacar que:

- (a) Tanto la inflación anual del INPC como la del índice subyacente disminuyeron. Sin embargo, el descenso de la inflación general fue más pronunciado que el de la subyacente.
- (b) La inflación anual subyacente de las mercancías se redujo a una velocidad mayor que la de los servicios.
- (c) La inflación anual subyacente de los servicios disminuyó después de haber permanecido prácticamente constante durante dos trimestres.
- (d) Tanto la inflación anual de los subíndices de precios de los bienes agrícolas como la de los administrados y concertados por el sector público experimentaron una baja considerable. Ello dio lugar a que los precios de esos grupos de bienes y servicios fueran los que registraran un menor crecimiento durante el año.
- (e) La importante caída de la inflación anual de los subíndices de precios de los bienes agrícolas y de los administrados y concertados sugiere que una fracción del descenso de la inflación del INPC en 2001 podría haber sido de carácter transitorio. Ello, dada la probabilidad de que se reviertan algunos de los factores favorables que se presentaron en el transcurso del año.

Ante esta situación, la inflación subyacente ha ganado importancia como un indicador más fiel de la tendencia inflacionaria.

- (f) La inflación anual del Índice Nacional de Precios Productor (INPP) sin petróleo y sin servicios registró también una disminución significativa.

II.2. Comportamiento de los Distintos Indicadores de Inflación

A continuación se analiza el desempeño que tuvieron en el trimestre octubre–diciembre de 2001 los principales índices de precios que calcula el Banco de México.

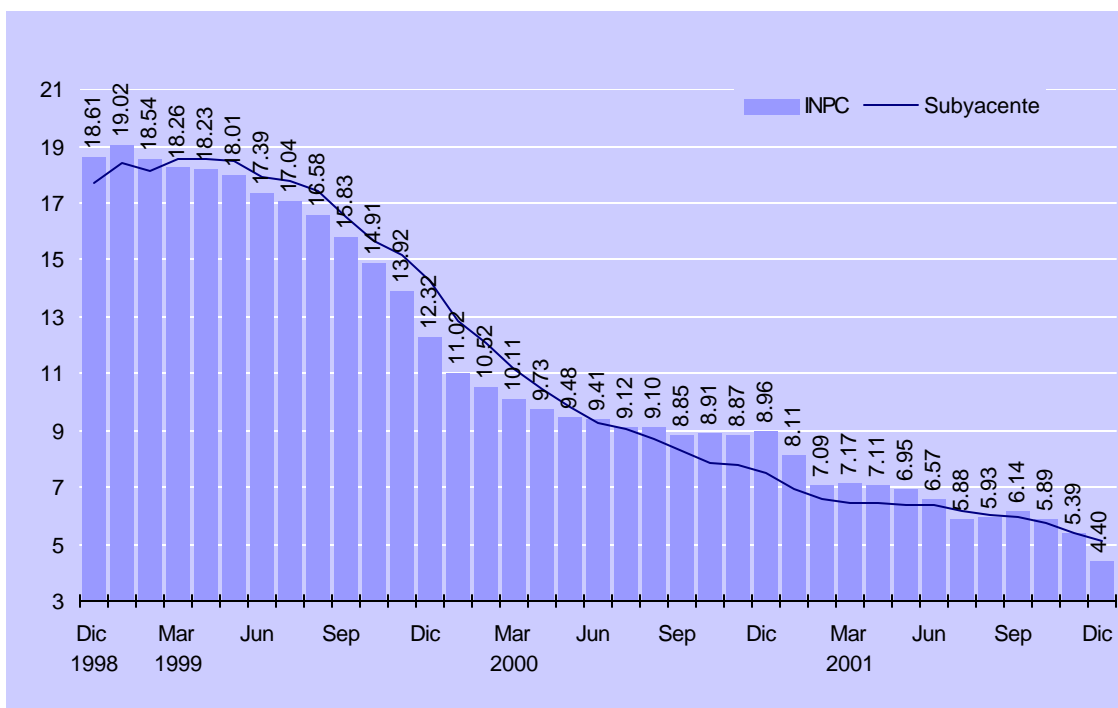
II.2.1. Inflación Anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente

La inflación anual calculada mediante el INPC terminó el año en 4.40 por ciento. Ello significó una reducción de 1.74 puntos porcentuales con respecto al nivel de cierre del trimestre anterior y de 4.56 puntos porcentuales con relación al dato correspondiente de diciembre de 2000 (Gráfica 1).

La inflación anual subyacente cerró en 5.08 por ciento. La disminución que presentó este índice en el trimestre fue de 0.85 puntos porcentuales y de 2.44 puntos para todo el año (Gráfica 1). La brecha que existía entre la inflación general y la subyacente se ha invertido, a consecuencia de que la inflación anual de algunos de los subíndices de precios que se excluyen del cálculo del índice subyacente se redujo significativamente. Al respecto, cabe destacar la importante baja que tuvo en el trimestre la inflación anual de los subíndices de precios agrícolas y de los administrados y concertados (Cuadro 1).

Gráfica 1 Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente

Variación anual en por ciento



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

Por ciento

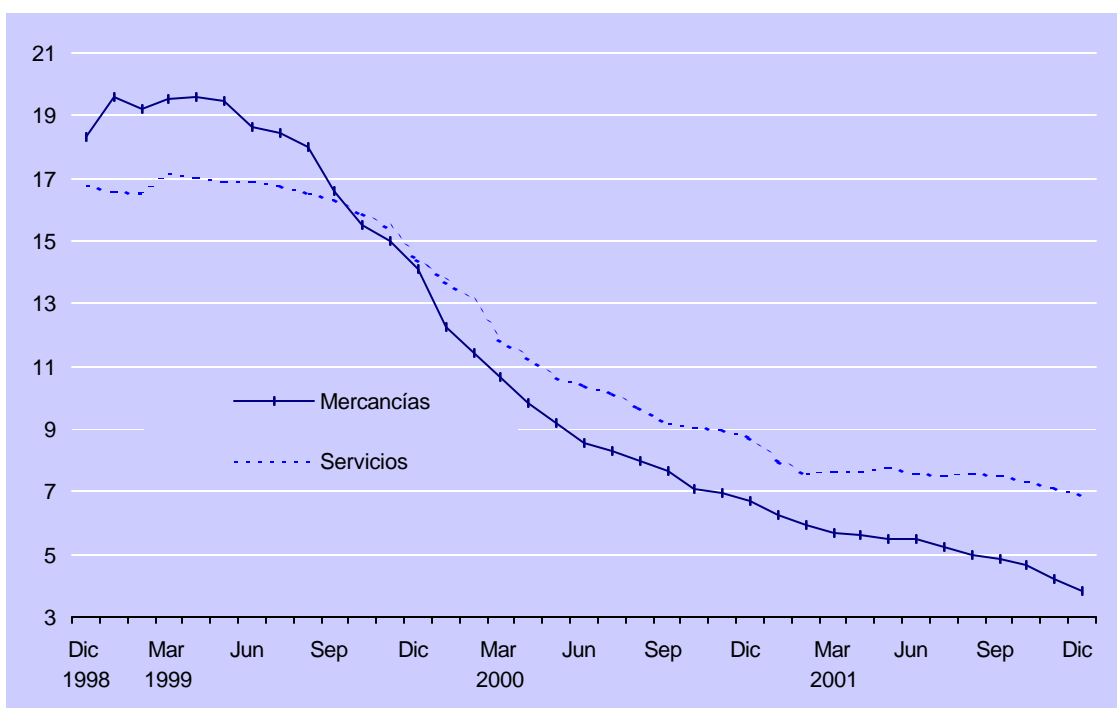
	Variaciones Anuales			Variaciones Trimestrales		
	Dic 2001/	Sep 2001/	Dic 2000/	Dic 2001/	Sep 2001/	Dic 2000/
	Dic 2000	Sep 2000	Dic 1999	Sep 2001	Jun 2001	Sep 2000
INPC	4.40	6.14	8.96	0.97	1.27	2.65
Subyacente	5.08	5.93	7.52	0.78	0.73	1.60
Mercancías	3.85	4.85	6.68	0.46	0.31	1.42
Servicios	6.87	7.52	8.77	1.26	1.35	1.87
Agropecuarios	1.35	6.63	10.07	0.10	4.99	5.31
Educación	14.02	14.06	15.16	0.05	11.78	0.09
Administrados y Concertados	2.21	5.06	12.58	2.45	-1.07	5.31

La tasa de crecimiento anual del subíndice subyacente de las mercancías se movió a lo largo del año en una trayectoria de rápida desinflación. Asimismo, después de dos trimestres de estabilidad, la inflación anual subyacente de los servicios se redujo, aunque su desaceleración resultó menor que la del subíndice de las mercancías (Gráfica 2).

La reducción que mostró el ritmo de incremento de los precios de las mercancías es atribuible principalmente a dos influencias: a la apreciación del tipo de cambio y a la debilidad de la demanda agregada. La apreciación cambiaria limitó el aumento de los precios de los bienes comerciables. Por otra parte, la debilidad de la demanda interna disminuyó la capacidad de transmitir a precios los incrementos en los costos de distribución de las mercancías. El mismo elemento explica también la baja de la inflación subyacente de los servicios, ya que los prestadores difícilmente pueden trasladar a los precios finales la totalidad de los aumentos en sus costos. No obstante lo anterior, el alza de los costos unitarios de la mano de obra, resultado de un incremento de los salarios reales incompatible con las ganancias en productividad, continuó siendo un obstáculo para lograr un mayor avance en el abatimiento de la inflación¹.

Gráfica 2 **Indíces Subyacentes de Mercancías y de Servicios**

Variación anual en por ciento

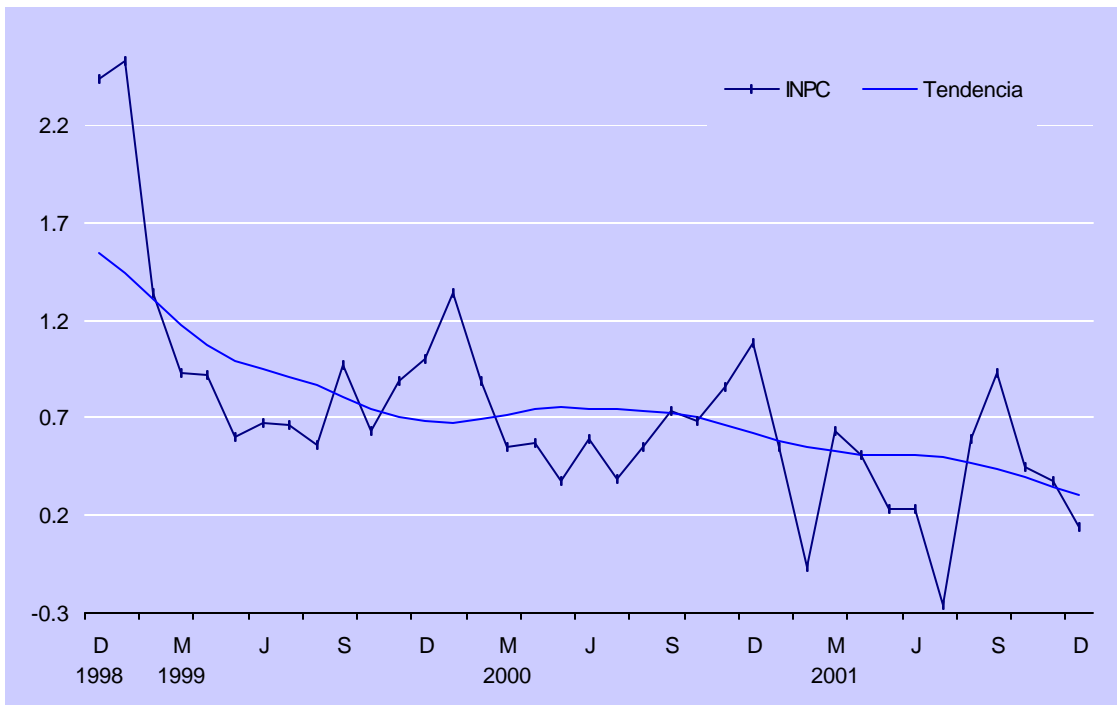


¹ Diversos estudios realizados por el Banco de México indican que los salarios son un determinante más importante de la inflación subyacente de los servicios que de la de las mercancías. Ver, por ejemplo, "Determinantes del Nivel de Precios y la Dinámica Inflacionaria en México", Documento de Investigación del Banco de México No. 9907.

II.2.2. Inflación Mensual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente

La inflación mensual en octubre, noviembre y diciembre resultó respectivamente de 0.45, 0.38 y 0.14 por ciento. La evolución de la inflación mensual en el último trimestre del año fue distinta de la observada en otros años, debido a que en 2001 no tuvo lugar el repunte estacional usual. Por otra parte, la tendencia estadística de la inflación mensual registró un ligero descenso (Gráfica 3).

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



Como consecuencia de los bajos niveles de inflación mensual registrados durante el último trimestre, los pronósticos de los analistas dados a conocer al inicio del cuarto trimestre de 2001 relativos a la inflación del INPC en el periodo, resultaron a la postre muy superiores a la inflación observada (Cuadro 2).

Cuadro 2 Inflación Mensual Observada y Esperada

Por ciento

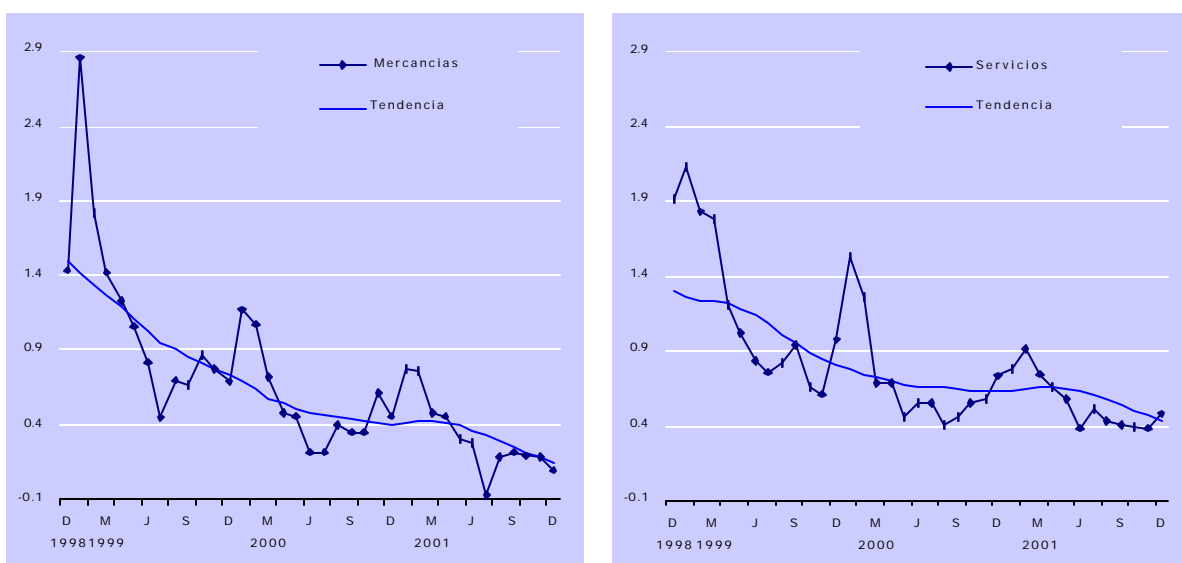
	2001		2000	
	Observada	Esperada 1/	Observada	Esperada 1/
Octubre	0.45	0.60	0.69	0.60
Noviembre	0.38	0.68	0.86	0.77
Diciembre	0.14	0.87	1.08	1.05

1/ Inflación esperada en **septiembre** de ese año según la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba el Banco de México.

Las series de tendencia tanto de la inflación mensual de las mercancías como de los servicios experimentaron un descenso durante el periodo objeto de este Informe (Gráfica 4).

Gráfica 4 Indices Subyacentes de Mercancías y de Servicios

Variación mensual en por ciento



II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor

Al cierre de 2001, la inflación anual del INPP sin petróleo y sin servicios resultó de 2.61 por ciento. Esto implicó una reducción de 2.06 puntos porcentuales con respecto a su nivel del trimestre pasado y de 4.77 puntos porcentuales en relación al del final de 2000. La importante disminución que registró la inflación medida con este índice es atribuible a la influencia que ejerce el tipo de cambio sobre los precios de los bienes que integran su canasta, los cuales por lo general se comercian internacionalmente. Por otra parte, debido a que los cambios del INPP sin petróleo y sin servicios suelen preceder a los del subíndice subyacente de precios de las mercancías, el desempeño reciente del primero de esos

índices sugiere que en el mediano plazo podría tener lugar una reducción adicional de la inflación al consumidor en el sector de las mercancías.

II.3. 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 repercusiones sobre las cuentas externas del país, incide en el tipo de cambio, la producción, la demanda agregada y los precios. A continuación, se revisa el comportamiento de los salarios y de la productividad. Como se sabe éstos son determinantes directos de los costos unitarios de la mano de obra, los cuales se han constituido en una influencia crucial 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 resultado de la cuenta corriente, la cual se estudia por separado y cuya exploración viene acompañada de la que corresponde al desempeño de los rubros que integran la cuenta de capital. Finalmente, se reporta la trayectoria de los precios administrados y concertados por el sector público.

II.3.1. Entorno Externo

Durante el cuarto trimestre de 2001 la economía mundial continuó presentando un comportamiento recesivo. La persistencia del ajuste a la baja en algunas variables de la economía de los Estados Unidos tuvo repercusiones sobre la mayoría de los países. Sin embargo, hacia finales del año, los indicadores de la actividad económica en los Estados Unidos superaron a los pronósticos. Ello contrastó con una situación menos favorable en las demás economías del mundo. La perspectiva de una eventual recuperación del crecimiento económico mundial, impulsada por el fin de la recesión en los Estados Unidos, fue el elemento que dominó el panorama hacia finales del año (Cuadro 3).

Cuadro 3

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

Variaciones en por ciento

	Octubre*	Diciembre
	2001	2001
Mundo	2.6	2.4
Economías Industrializadas	1.3	1.1
EUA	1.3	1.0
Japón	-0.5	-0.4
Alemania	0.8	0.5
Francia	2.0	2.1
Italia	1.8	1.8
Reino Unido	2.0	2.3
Canadá	2.0	1.4
Resto	1.9	1.5
Zona del Euro	1.8	1.5
ERIs de Asia ^{1/}	1.0	0.4
Latinoamérica	1.7	1.0

Fuente: World Economic Outlook, Diciembre 2001. FMI.

* Los pronósticos de octubre no incorporaban los efectos de los eventos del 11 de septiembre.

^{1/} Economías de Reciente Industrialización

Si bien las perspectivas de una pronta recuperación mejoraron, la evolución de las variables externas que influyen sobre la economía mexicana continuó siendo desfavorable durante el trimestre octubre-diciembre. El precio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación se redujo con respecto al prevaleciente en el trimestre anterior, habiendo alcanzado el nivel más bajo de los últimos dos años. Asimismo, la recesión que padece la economía estadounidense siguió incidiendo de manera adversa sobre el crecimiento de las exportaciones manufactureras de México. Finalmente, un aspecto favorable a destacar es que una vez disipada la incertidumbre acerca del efecto de los ataques terroristas sobre la actividad económica en los Estados Unidos, se materializó también una reducción en la percepción del riesgo país correspondiente a México. Esta mejoría derivó en una disminución del rendimiento neto de los bonos del gobierno mexicano colocados en el exterior, lo que coadyuvó al favorable desempeño que presentaron las variables financieras del país.

II.3.2. Precio del Petróleo

En el cuarto trimestre de 2001 el precio internacional del petróleo² se ubicó en un promedio de 20.52 dólares por barril, 6.22

² Precio del crudo WTI.

dólares más abajo que en julio-septiembre. Las presiones depresivas sobre dicho precio, causadas por la desaceleración económica global, fueron reforzadas por la menor demanda asociada a las elevadas temperaturas que se registraron al comienzo de la temporada de invierno. La incertidumbre generada por la posibilidad de que el conflicto en Afganistán se extendiera a algún país productor de crudo y la intensificación de las hostilidades entre israelíes y palestinos, al parecer no revirtieron la tendencia a la baja del precio internacional. Esta tendencia se vio interrumpida durante la segunda semana de noviembre, ante la posibilidad de que Rusia se uniera a la propuesta de los países de la OPEP para poner en ejecución una reducción concertada de la producción. Debido a la negativa inicial de dicho país a participar, el precio internacional del petróleo disminuyó significativamente, llegando incluso a un nivel inferior a los 18 dólares por barril, el mínimo de los últimos dos años³. Con el fin de elevar el precio de su canasta de referencia, a manera de ubicarlo dentro de la banda que ha fijado el cartel de los países exportadores (entre 22 y 28 dólares por barril), la OPEP acordó el 28 de diciembre una reducción de la producción de 1.5 millones de barriles diarios a partir de enero de 2002. Si bien lo anterior propició un repunte de la cotización internacional del crudo, al momento de publicar este Informe ésta es aún inferior a los 22 dólares por barril.

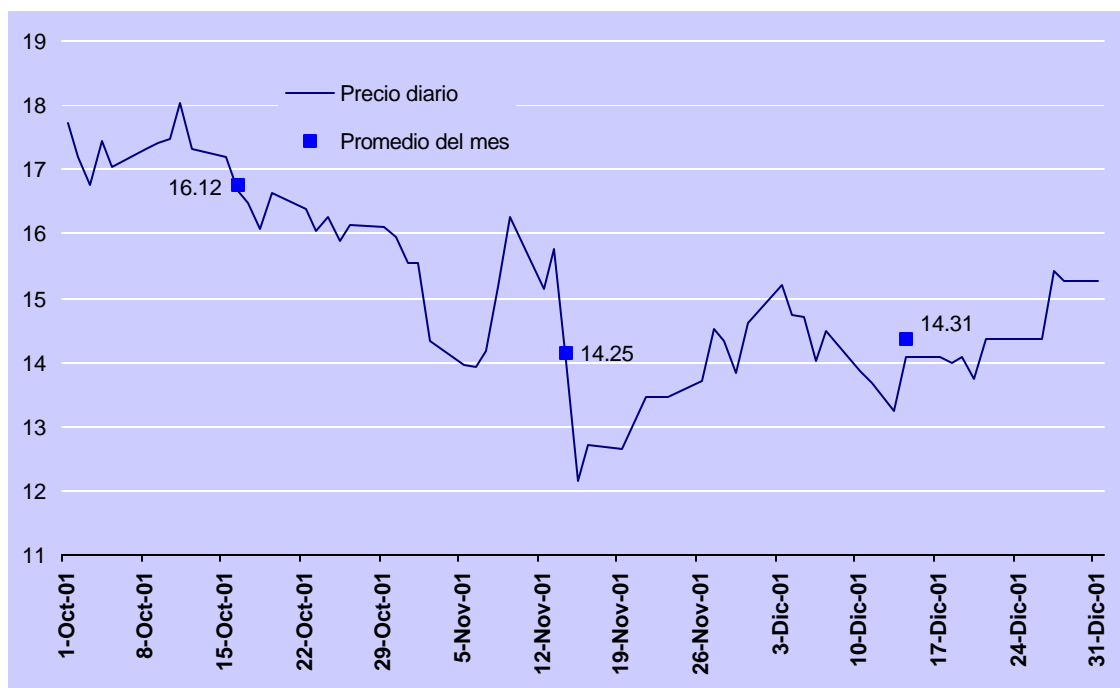
En el trimestre octubre-diciembre de 2001, el precio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación se ubicó en promedio en 14.92 dólares por barril, 5 dólares menor que el observado en el trimestre anterior. La cotización de la mezcla mexicana durante el último trimestre del año resultó inferior al precio implícito en los contratos a futuro suscritos en septiembre. Lo anterior fue reflejo de que el precio de la mezcla mexicana registrara el nivel más bajo de los últimos dos años. Con respecto al diferencial entre dicho precio y el WTI, éste se mantuvo a lo largo del trimestre en un intervalo entre 4.40 y 6.20 dólares por barril (Gráfica 5).

³ Durante la última semana del año Rusia se unió a la moción de la OPEP con un recorte de su producción.

Gráfica 5

Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo de Exportación

Dólares por barril



Fuente: REUTERS

II.3.3. Evolución de la Economía de los Estados Unidos

La tasa de variación anual del PIB de los Estados Unidos resultó en el tercer trimestre de 2001 de -1.3 por ciento⁴. Así, en ese lapso se registró la primera contracción trimestral del producto que ocurre en los últimos siete años. Durante el cuarto trimestre continuó el debilitamiento de la actividad económica y ello contribuyó a que, en noviembre, el Buró Nacional de Investigación Económica (NBER) reconociera que la economía de ese país se encuentra en recesión desde marzo de 2001.

La desaceleración de la economía estadounidense resultó intensificada por los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001. El efecto inmediato de esos sucesos se hizo patente en el comportamiento de diversos indicadores correspondiente a septiembre y octubre en la siguiente forma:

- (a) Durante septiembre los índices de confianza del consumidor registraron una reducción que los condujo a su nivel más bajo de los últimos siete años.

⁴ Se refiere a la variación registrada en el tercer trimestre de 2001 a tasa anualizada.

- (b) En septiembre se reportó una variación negativa del consumo privado de 1.7 por ciento con respecto a su nivel de agosto, la disminución más pronunciada registrada en los últimos trece años.
- (c) En octubre se anunció que el Índice de la Encuesta de la Asociación Nacional de Gerentes de Compras (NAPM), un indicador adelantado de la actividad industrial, registró un valor de 39.8, el más bajo de los últimos siete años.
- (d) El índice mensual de la producción industrial experimentó una reducción de 0.91 por ciento en octubre. Además de ser la treceava caída consecutiva del indicador, ésta resultó la más notable del año.

Aunque los ataques terroristas del 11 de septiembre incidieron severamente sobre algunos sectores de la economía de los Estados Unidos, su efecto nocivo resultó menos grave que el temido. Así, en los meses posteriores se reportó la recuperación de varios indicadores macroeconómicos, entre los que destacan los siguientes:

- (a) Crecimiento del consumo privado de 2.9 por ciento en octubre. Esto se debió a que, como resultado del ofrecimiento de planes atractivos de financiamiento, tuvo lugar una venta sin precedente de automóviles que más que compensó la reducción ocurrida en septiembre. Sin embargo, el efecto favorable disminuyó en noviembre;
- (b) Incremento durante noviembre, por segundo mes consecutivo, del gasto en construcción. Además, en ese mes las ventas de casas nuevas y usadas registraron incrementos respectivos de 6.4 y 0.6 por ciento. Esto es en parte atribuible a las elevadas temperaturas que prevalecieron al comienzo de la temporada de invierno y que permitieron la continuación de obras en proceso;
- (c) Las solicitudes de compra de bienes de capital no asociados a los programas de defensa nacional aumentaron en noviembre por segundo mes consecutivo;
- (d) El índice de la producción industrial disminuyó en noviembre tan sólo 0.3 por ciento, la menor caída de los últimos tres meses;
- (e) Las señales de un deterioro menos acentuado de la actividad del sector industrial se reflejaron durante diciembre en un menor número de solicitudes de seguro

de desempleo. Así, el promedio móvil de 4 semanas de dichas solicitudes llegó a 410 mil, su nivel más bajo desde mediados de septiembre;

- (f) La tasa de desempleo continuó aumentando, habiendo llegado en diciembre a un nivel de 5.8 por ciento. Sin embargo, en ese mes la caída de la nómina no agrícola resultó considerablemente inferior a la observada en cada uno de los dos meses anteriores. Además, el índice de horas trabajadas se estabilizó después de haber registrado disminuciones consecutivas en los seis meses previos; y
- (g) El repunte que experimentaron los indicadores de confianza del consumidor durante diciembre.

La recesión por la que atraviesa la economía estadounidense ha estado caracterizada en lo principal por un deterioro de las condiciones prevalecientes en el sector industrial. En contraste, el crecimiento del consumo ha resentido hasta ahora un debilitamiento más gradual. Sin embargo, la desaceleración del sector industrial ha contribuido a elevar la tasa de desempleo, por lo que persiste la probabilidad de que la falta de expansión en dicho sector genere una reducción aún mayor del crecimiento del consumo privado. Esta probabilidad subsiste como uno de los principales factores de riesgo que pudiera causar una prolongación del estancamiento de la actividad económica en los Estados Unidos.

Ante la evidencia de una desaceleración de la demanda agregada menos pronunciada que la esperada, como consecuencia de los ataques terroristas, la opinión de los analistas al momento de publicar este Informe es que la contracción de la economía de los Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2001 pudiera haber sido de 1.8 por ciento. Lo anterior implicaría una expansión de 1 por ciento para todo 2001 (Cuadro 4). Como puede constatar, esta expectativa representa una mejoría en comparación con la que prevaleció inmediatamente después de los trágicos sucesos mencionados.

La persistencia de la desaceleración de la economía de los Estados Unidos y la incertidumbre acerca del efecto desfavorable de los ataques terroristas sobre la actividad económica, condujeron a que durante su reunión del 5 de octubre la Reserva Federal anunciara una disminución de 50 puntos base en el objetivo de la tasa de interés de fondos federales. La medida anterior fue seguida por otro recorte de 25 puntos base acordado en la reunión respectiva del 6 de diciembre. Así, las reducciones acumuladas en

el año por la tasa de fondos federales sumaron 475 puntos base, situándose ésta en un nivel de 1.75 por ciento.

Cuadro 4**Pronósticos del Crecimiento de los Estados Unidos**

Variación anual en por ciento

	Después del 11 de Septiembre de 2001		Enero de 2002	
	IV 01	2001	IV 01	2001
Consensus Forecasts	-0.8	1.1	-1.3	1.0
Deutsche Bank	-2.6	1.0	-2.0	1.0
Goldman Sachs	-2.5	1.0	-1.5	1.0
JP Morgan	-1.5	0.8	-2.0	1.0
Promedio*	-2.2	0.9	-1.8	1.0

*Promedio de Deutsche Bank, Goldman Sachs y JP Morgan.

El relajamiento de la postura de la política monetaria, que se intensificó en respuesta a los acontecimientos del 11 de septiembre, vino acompañado de un programa fiscal dirigido a financiar tanto erogaciones de emergencia como un aumento sustantivo del gasto militar. Sin embargo, el estímulo fiscal adicional planteado al Congreso de los Estados Unidos no ha sido aprobado. Ello, a raíz de la pérdida de ingresos fiscales que ha resultado de la menor recaudación por concepto de impuestos a las empresas y como consecuencia de la debilidad que han señalado las cifras económicas.

II.3.4. Evolución de la Economía del Resto del Mundo

Después de registrar un crecimiento de 0.1 por ciento en el tercer trimestre, la economía de la zona del euro continuó debilitándose durante octubre-diciembre. Al igual que en el caso de los Estados Unidos, la desaceleración de la actividad económica en Europa se ha dado como resultado de una contracción del sector industrial. Con respecto a la inflación, ésta mostró un comportamiento descendente durante el trimestre. Lo anterior le permitió al Banco Central Europeo (BCE) decretar durante la segunda semana de noviembre una reducción de 50 puntos base en su tasa de interés de referencia. Dicho ajuste a la baja fue el cuarto del año, con lo que la tasa de referencia acumuló una disminución de 150 puntos base. La inflación cerró el año en el objetivo de 2 por ciento establecido por el BCE. Aunque los datos a noviembre apuntaban en la dirección de una contracción de la economía durante el cuarto trimestre de 2001, la mejoría registrada en diciembre por los indicadores del sector industrial en algunos

países permite vislumbrar la posibilidad de un repunte de la actividad económica. Así, actualmente la contracción del PIB estimada para el cuarto trimestre de 2001 es de 1 por ciento, lo cual implica para todo 2001 un crecimiento de 1.5 por ciento.

En el Reino Unido la caída de la producción del sector manufacturero provocó aumentos en el desempleo durante octubre y noviembre. Sin embargo, el deterioro de la actividad causado por un entorno externo desfavorable fue contrarrestado por el incremento del gasto agregado inducido por el relajamiento de la política monetaria. Durante el cuarto trimestre el banco central de ese país redujo en dos ocasiones su tasa de interés de referencia, llevándola a un nivel de 4 por ciento.

En Japón la disminución de las utilidades corporativas dio como resultado que las órdenes de compra de maquinaria y equipo experimentaran una reducción de 23 por ciento en septiembre y octubre. El consumo privado también bajó a raíz de la caída de las remuneraciones causada por el aumento del desempleo. Lo anterior ha ocasionado que no se haya modificado el pronóstico de crecimiento para la economía de ese país en 2001, esperándose aún una contracción de 0.4 por ciento. Respecto a las economías emergentes de Asia, la disminución de la tasa de incremento de sus exportaciones parece haber tocado fondo. Ello ha dado lugar en algunos países a una recuperación del sector industrial. Este ha sido el caso principalmente de Corea, donde la mejoría de la demanda interna ha compensado parcialmente la persistencia de un entorno externo adverso.

En Latinoamérica, la recesión económica de los Estados Unidos y la debilidad de los precios de las materias primas ha continuado incidiendo desfavorablemente sobre las exportaciones. Aunque la incertidumbre respecto a la situación de Argentina se agudizó, ello ejerció una influencia menos adversa que la temida sobre los flujos de capital hacia el resto de los países de la región. Sin embargo, el pronóstico de crecimiento del FMI para la zona en 2001 se redujo de 1.7 por ciento en octubre a 1 por ciento en diciembre.

La Crisis Fiscal en Argentina

Durante la segunda mitad de la década pasada se fraguó en Argentina una crisis fiscal. En el origen de ésta hubo una serie de presiones, especialmente de gasto presupuestal y extrapresupuestal, que rebasaron el potencial recaudatorio de las medidas impositivas adoptadas en dicho periodo (como el aumento de la tasa del IVA al 18 a 21 por ciento). Entre estas presiones destacan las siguientes:

- 1) La elevación de las participaciones a los gobiernos provinciales, la cual obedeció tanto a una mayor recaudación de tributos como a diversas modificaciones en las reglas para su reparto;
- 2) El fuerte incremento del costo del servicio de la deuda pública, debido tanto a un aumento gradual de las tasas de interés a las que el gobierno se financiaba como al alza casi continua del saldo total de la deuda pública;
- 3) Los elevados gastos extrapresupuestarios, que explican la mayor parte de la diferencia entre el cambio anual del saldo de la deuda y el déficit (Cuadro 1). Entre estos gastos se incluyen el reconocimiento de pasivos, la capitalización de ciertos intereses y el pago de compensaciones a aquellas personas físicas y morales que ganaron juicios contra el gobierno; y
- 4) El deterioro de las contribuciones a la seguridad social, que obedeció en un principio a la creación de sistemas privados de pensiones por capitalización, después de la reforma que convirtió al argentino en un sistema mixto (público/privado). Lo anterior se acentuó con la contracción del empleo asociada a la recesión y con las reducciones de las contribuciones patronales decretadas para combatir el desempleo.

La trayectoria de la deuda fue explosiva durante todo el periodo descrito, a lo largo del cual los balances primarios fueron insuficientes para estabilizar la razón deuda-producto (Cuadro 1). A partir de 1998, por ejemplo, un balance primario de 1.3 por ciento del PIB habría bastado para estabilizar la deuda federal en 35 por ciento del PIB suponiendo una tasa de interés real de 8 por ciento, una tasa de crecimiento económico real de 4 por ciento y la eliminación del gasto extrapresupuestario. Sin embargo, el balance primario nunca superó el 1 por ciento del PIB, la tasa de crecimiento económico fue baja y hasta negativa, y los gastos extrapresupuestarios continuaron. El resultado fue que el nivel de endeudamiento siguió creciendo hasta hacerse insostenible.

Cuadro 1
Argentina: Finanzas del Gobierno Federal
Por ciento del PIB

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Ingresos	18.6	17.6	18.5	19.0	19.4	19.6
de los cuales: impuestos	12.0	12.2	13.1	13.5	13.6	14.2
de los cuales: seg. social	6.3	4.4	4.2	4.0	3.8	3.7
Gasto primario	18.0	18.4	18.1	18.1	19.1	18.6
del cual: Pensiones	6.1	6.2	5.9	5.9	6.2	6.1
del cual: Participaciones	5.6	5.8	6.0	6.1	6.3	6.3
Intereses	1.6	1.7	2.0	2.2	2.9	3.4
Balance	-0.9	-2.5	-1.6	-1.3	-2.5	-2.4
Nota:						
Deuda del gobierno federal		35.6	34.5	37.5	43.0	44.8

Fuentes: Informes del FMI sobre Argentina.

Con todo, el desorden fiscal pareció alcanzar su cenit en 1999. Los gastos con fines electorales de ese año, tanto del gobierno federal como de algunas provincias, contribuyeron significativamente al incremento del déficit global del sector público consolidado. El gasto político tomó frecuentemente modalidades difíciles de revertir, como el aumento del número de empleados públicos en las provincias (Cuadro 2). Hacia finales de 1999, y parcialmente como reacción a los acontecimientos de

ese año, el Congreso aprobó una ley de solvencia fiscal que obligaba al gobierno a reducir gradualmente su déficit hasta eliminarlo en 2003. En línea con este propósito, durante el año 2000 el gobierno federal instrumentó un paquete de medidas impositivas y coordinó el programa de ajuste de los gobiernos de las provincias.

Cuadro 2
Argentina: Finanzas de los Gobiernos Provinciales^{1/}
Por ciento del PIB

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Ingresos totales	10.1	10.3	10.7	10.9	11.2	11.3
Gasto primario	11.2	10.7	10.8	11.3	12.3	11.8
del cual: salarios	5.9	5.4	5.3	5.6	6.4	6.5
Intereses	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7
Balance	-1.4	-0.7	-0.5	-0.8	-1.6	-1.1
Nota:						
Número de Empleados provinciales		1,240,651	1,270,986	1,324,613	1,359,602	

Fuentes: Ministerio de Economía de la Argentina e informes del FMI sobre Argentina.

^{1/} Incluye la municipalidad de Buenos Aires.

Sin embargo, conforme avanzó el año 2000, fue evidente que resultaría muy difícil cumplir con las exigencias de la ley de solvencia fiscal en 2001, pues la coyuntura complicaba la continuación de la consolidación fiscal. La ruptura de la alianza gobernante dejó al Ejecutivo sin respaldo en el Congreso, limitando su capacidad de acción. Sin embargo, la mayor dificultad provenía del estancamiento económico. El PIB real había disminuido 3.4 por ciento en 1999 y estaba en vías de caer 0.8 por ciento adicional en 2000. Las medidas tributarias adoptadas a principios del año 2000 eran vistas por una corriente de opinión como la causa de que la recesión continuara. Argentina enfrentaba un dilema: necesitaba el ajuste fiscal para preservar la solvencia y generar confianza, pero una política de ajuste amenazaba con agravar la debilidad de la actividad económica.

A los problemas del déficit pronto se sumaron los de la deuda pública a causa de los cuantiosos vencimientos programados para 2001 (más de 14 mil millones de dólares) y los siguientes dos años (alrededor de 19 mil millones de dólares en 2002 y 2003). La combinación de esos factores amenazó con desencadenar una crisis a fines de 2000, cuando Argentina perdió el acceso a los mercados de deuda privados. La crisis fue evitada mediante la negociación de un amplio paquete de rescate centrado en un aumento de los recursos ofrecidos por el FMI. Entre otros elementos, el paquete incorporó cambios en la ley de solvencia fiscal que implicaron la fijación de metas fiscales más modestas para 2001 y el aplazamiento de la eliminación del déficit hasta el año 2005. Estas medidas intentaban evitar que la política fiscal tuviera un sesgo restrictivo que contribuyera a alargar la recesión. El efecto positivo de ese plan de rescate permitió que la Argentina regresara a los mercados de capital en enero de 2001.

La etapa final de la crisis argentina se desencadenó con el anuncio de los resultados fiscales de enero y febrero de 2001, los cuales mostraban que el gobierno federal no lograría cumplir con sus metas de déficit. El problema medular, que se agravaría durante los meses siguientes, fue el deterioro en la recaudación de los principales impuestos causado por la profundización de la recesión y por los problemas en la administración tributaria. El temprano descarrilamiento del programa fiscal cerró nuevamente la puerta de los mercados de deuda para Argentina.

A partir de abril de 2001, el gobierno introdujo medidas cada vez más complejas para tratar de mejorar el balance fiscal, reducir las necesidades de financiamiento y alentar la actividad económica. Entre éstas destacan la creación del impuesto a los débitos y créditos bancarios, el "canje" de deuda pública de junio de 2001 y la reducción de los beneficios pagados a una parte de los pensionados. La medida más problemática fue quizás posponer el

pago de participaciones, lo cual implicaba transferir a las provincias una parte del déficit federal. Lo anterior contribuyó a la proliferación de *cuasimonedas*, que los gobiernos provinciales emitieron para pagar sueldos y otros gastos. El conjunto de estas medidas era poco congruente, pues el gobierno buscaba recobrar la confianza de los mercados financieros mediante un ataque a su problema fiscal, a la vez que intentaba reactivar la economía a través de estímulos fiscales selectivos.

A pesar de todas esas medidas, las cifras preliminares del Ministerio de Economía a noviembre de 2001, antes del crítico mes de diciembre, indicaron que el déficit del gobierno federal había rebasado los 7,600 millones de pesos argentinos 17 por

ciento más de lo esperado para todo el año. Asimismo, al cierre del tercer trimestre el déficit provincial llegó a 2,454 millones, o 90 por ciento de lo previsto para el año entero. Entre tanto, los indicadores disponibles sugieren que la recesión se agudizó en 2001. Finalmente, la espiral descendente de la actividad económica y de los ingresos públicos llevó a la suspensión de los pagos de la deuda pública federal el 24 de diciembre de 2001. Desde esa fecha varios gobiernos provinciales manifestaron su deseo de unirse a la moratoria. En el momento de la suspensión de pagos, la deuda consolidada de los gobiernos provinciales y federal, denominada casi en su totalidad en moneda de los Estados Unidos, era cercana a los 160 mil millones de dólares.

En Argentina, el círculo vicioso de recesión económica con deterioro de los ingresos del sector público dio lugar durante el trimestre octubre-diciembre a nuevos episodios de incertidumbre. El anuncio por parte del gobierno federal de una serie de medidas dirigidas a reactivar la economía fue percibido como una confirmación de su impotencia para llegar a un acuerdo fiscal con los gobiernos provinciales⁵. Lo anterior provocó que a finales de octubre la percepción de riesgo implícita en el rendimiento de los bonos argentinos llegara a 2,100 puntos base, superando el máximo histórico registrado durante 1995. En un intento por conseguir ahorros en el servicio de su deuda, el gobierno argentino instrumentó, un paquete de intercambio de deuda pública orientado principalmente al público nacional y anunció su intención de realizar en el corto plazo un intercambio de deuda en manos de extranjeros. A esta medida le siguió la aplicación de un régimen cambiario especial para el comercio exterior y de restricciones a los retiros de cuentas bancarias. Todo ello con el objeto de frenar la pérdida de reservas internacionales. Estas acciones exacerbaron el descontento causado por el aumento del desempleo, generando un ambiente de intranquilidad social. La incapacidad para cumplir con las metas fiscales resultó en la postergación del desembolso que el FMI tenía programado para diciembre.

Lo anterior se sumó a otras presiones sobre el gobierno culminando en la renuncia del gabinete económico, a la cual siguió la dimisión del presidente De la Rúa el 20 de diciembre. Su sucesor, Rodríguez Súa, también renunció diez días después ante la persistencia de las protestas callejeras. La crisis política tuvo un respiro con la designación el 3 de enero del presidente Duhalde. Sin embargo, el abandono de la convertibilidad, el establecimiento de un régimen de tipo de cambio dual, la falta de claridad con respecto al congelamiento de los depósitos y el retraso en la

⁵ Estas medidas incluyeron incentivos fiscales para promover la inversión. Por ejemplo, la eliminación, a partir de 2003, del impuesto sobre intereses y la disminución de la tasa de la contribución de las empresas al sistema de pensiones. Además, se permitió a las empresas capitalizar los pagos pendientes de impuestos.

presentación del presupuesto para 2002 han hecho que persista el descontento social y la incertidumbre económica.

El deterioro que la actividad industrial experimentó en Argentina en el tercer trimestre continuó durante el cuarto, al observarse variaciones negativas mensuales de 2.2 y 2 por ciento, respectivamente, en octubre y noviembre. Lo anterior derivó en un aumento de la tasa de desempleo, habiendo llegado en diciembre a un nivel cercano a 20 por ciento. En el tercer trimestre de 2001, la variación anual del PIB en Argentina resultó de -4.9 por ciento, situándose el pronóstico del FMI para el conjunto del año en alrededor de -2.7 por ciento. Para 2002, la expectativa de los analistas se ha modificado continuamente y actualmente se estima un decremento a tasa anual de al menos 8 por ciento.

La economía brasileña continuó resintiendo los efectos de la desaceleración global. De ahí que el crecimiento de su producto durante el tercer trimestre haya sido de apenas 0.3 por ciento a tasa anual. Aunque la recesión en los Estados Unidos siguió reflejándose en una disminución del ritmo de las exportaciones brasileñas, el perfil de las cuentas externas mejoró durante el cuarto trimestre de 2001 como reflejo de la caída de las importaciones. Lo anterior se derivó de la reducción del gasto que ha sido inducida por la persistencia de una tasa de interés interna elevada, resultante de la postura restrictiva de la política monetaria. La percepción de viabilidad en cuanto al sostenimiento de las cuentas externas brasileñas propició una disociación de la incertidumbre que afecta a Argentina. Ello se manifestó en una mejoría de la percepción del riesgo país durante noviembre y diciembre, lo cual redundó en una apreciación del tipo de cambio de 14.1 por ciento en el último trimestre del año. Aunque la apreciación del real contribuyó a moderar la inflación, ésta última resultó sin embargo superior al objetivo definido por el banco central a principios del año. Se espera que la economía brasileña haya crecido 1.8 por ciento durante 2001.

II.3.5. Remuneraciones, Salarios y Empleo

En México el mercado laboral experimentó un deterioro significativo a lo largo de 2001. El empleo sufrió una contracción muy importante debido principalmente a la desaceleración de la economía mundial, y en lo específico de la de los Estados Unidos. Sin embargo, a dicho deterioro también contribuyó, aunque en menor medida, el comportamiento de las remuneraciones y de los salarios. Como lo ha reiterado este Instituto Central, el crecimiento

nominal de esas variables no ha sido compatible con los cambios factibles en la productividad y con la inflación esperada.

II.3.5.1. Remuneraciones

En octubre de 2001, en los sectores para los cuales se cuenta con información, las remuneraciones nominales registraron un incremento anual de entre 5.1 y 14.7 por ciento. De esta manera, en los primeros 10 meses del año, dichas remuneraciones aumentaron en promedio entre 5.9 y 17.6 por ciento a tasa anual. Sin considerar al sector comercio, en el periodo mencionado las remuneraciones nominales crecieron en promedio a tasas anuales superiores a 12.7 por ciento. Lo anterior implicó un incremento real promedio de las remuneraciones superior a 5.6 por ciento en tres de los cuatro sectores analizados (Cuadro 5).

Cuadro 5 Remuneraciones por Trabajador
Variación anual en por ciento

	Nominales								Reales							
	2001							Promedio Ene-Oct								Promedio Ene-Oct
	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct		Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	
Industria Manufacturera	10.5	12.9	13.3	13.5	10.3	12.7	13.6	12.7	3.2	5.5	6.3	7.2	4.1	6.2	7.3	5.6
Industria Maquiladora	15.1	15.5	13.6	13.1	15.1	13.7	14.7	14.2	7.5	8.0	6.6	6.8	8.7	7.1	8.4	7.0
Industria de la Construcción	19.0	20.9	20.5	17.6	9.0	n.d.	n.d.	17.6*	11.2	13.0	13.1	11.1	2.9	n.d.	n.d.	10.0*
Sector Comercio	4.5	4.4	4.9	6.5	7.1	5.0	5.1	5.9	-2.5	-2.4	-1.6	0.5	1.1	-1.1	-0.7	-0.7

*Información a agosto de 2001.
Fuente: Elaborado con información del INEGI.

El significativo aumento de las remuneraciones reales en 2001 se presentó a la par de una notable desaceleración del crecimiento de la productividad. Como puede constatarse, de enero a octubre el crecimiento promedio más elevado de la productividad se observó en la industria manufacturera, habiendo sido éste de 0.5 por ciento. En el resto de los sectores la productividad decreció. La evolución descrita dio lugar a un incremento importante de los costos unitarios de la mano de obra. Así, en los primeros 10 meses del año, los costos unitarios se incrementaron en promedio al menos 5.1 por ciento, habiendo sido la industria de la construcción la más afectada (Cuadro 6).

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

	Producto por Trabajador								Costos Unitarios de la Mano de Obra							
	2001							Promedio Ene-Oct	2001							Promedio Ene-Oct
	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct		Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	
Industria Manufacturera	0.1	0.7	0.5	0.9	0.2	-0.1	2.2	0.5	3.1	4.7	5.8	6.2	3.8	6.4	5.0	5.1
Industria Maquiladora	-5.3	0.5	-0.5	-1.5	-1.4	-0.5	0.2	-1.2	13.5	7.5	7.1	8.4	10.3	7.7	8.2	8.4
Industria de la Construcción	-3.6	-2.8	-6.3	-4.1	-5.5	n.d.	n.d.	-3.9 *	15.4	16.3	20.7	15.8	8.9	n.d.	n.d.	14.5 *
Sector Comercio	-5.2	-7.6	-9.4	-10.7	-10.6	-11.8	-10.1	-7.8	2.9	5.6	8.6	12.6	13.1	12.1	10.5	7.7

*Información a agosto de 2001.

Fuente: Elaborado con información del INEGI.

El costo unitario de la mano de obra es un factor causal muy importante de la competitividad en todos los sectores productivos. Al reducirse la competitividad de las industrias, las perspectivas de creación de empleos se deterioran impidiéndose una más pronta recuperación de la planta laboral.

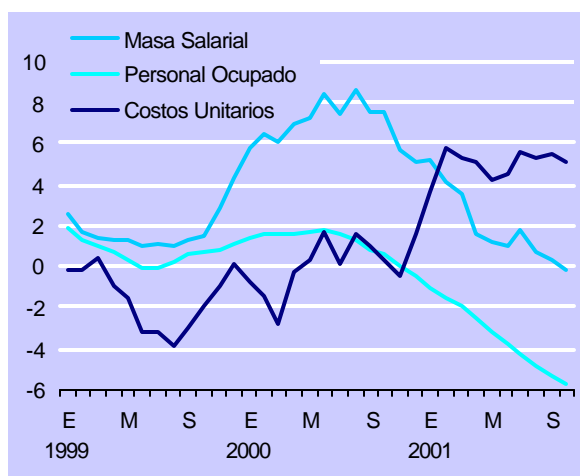
En el Informe sobre la Inflación correspondiente al trimestre precedente, se presentó un ejercicio en el cual se estimaba el impacto sobre el empleo de los aumentos de los salarios reales en la industria manufacturera. Los resultados de ese ejercicio indicaron que 27 por ciento de la caída del empleo era explicado por el incremento del salario real, mientras que 61 por ciento estaba asociado con la desaceleración de la producción. El efecto dañino que ha tenido sobre el empleo el incremento de los costos unitarios de la mano de obra es evidente. En los sectores en los cuales los costos unitarios han aumentado en mayor magnitud, el empleo ha caído significativamente. Asimismo, la contracción de la ocupación ha sido de tal cuantía que a pesar de los elevados incrementos de las remuneraciones reales la masa salarial ha disminuido. Por tanto, el ingreso total del factor trabajo en el sector formal se ha reducido.

En congruencia con lo anterior, en la industria de la construcción el personal ocupado y la masa salarial experimentaron, de enero a agosto, tasas respectivas de variación promedio de -24 y -16.9 por ciento. Por otro lado, en el sector maquilador de exportación las variaciones anuales correspondientes fueron en septiembre de -15.9 y -8.9 por ciento (Gráfica 6).

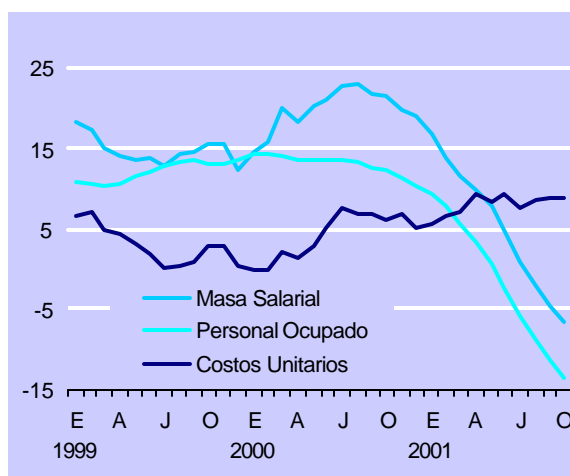
Gráfica 6 Masa Salarial, Personal Ocupado y Costos Unitarios

Variación anual en por ciento

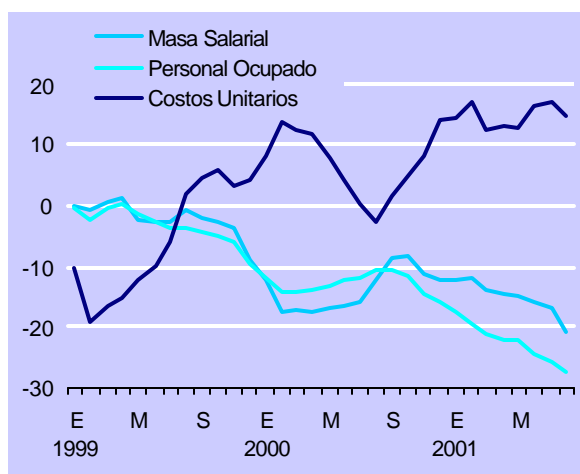
Industria Manufacturera No Maquiladora



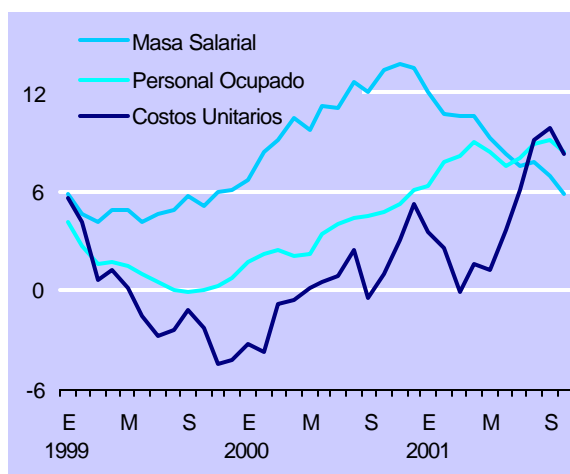
Industria Maquiladora



Industria de la Construcción



Comercio al Menudeo



Fuente: Banco de México e INEGI

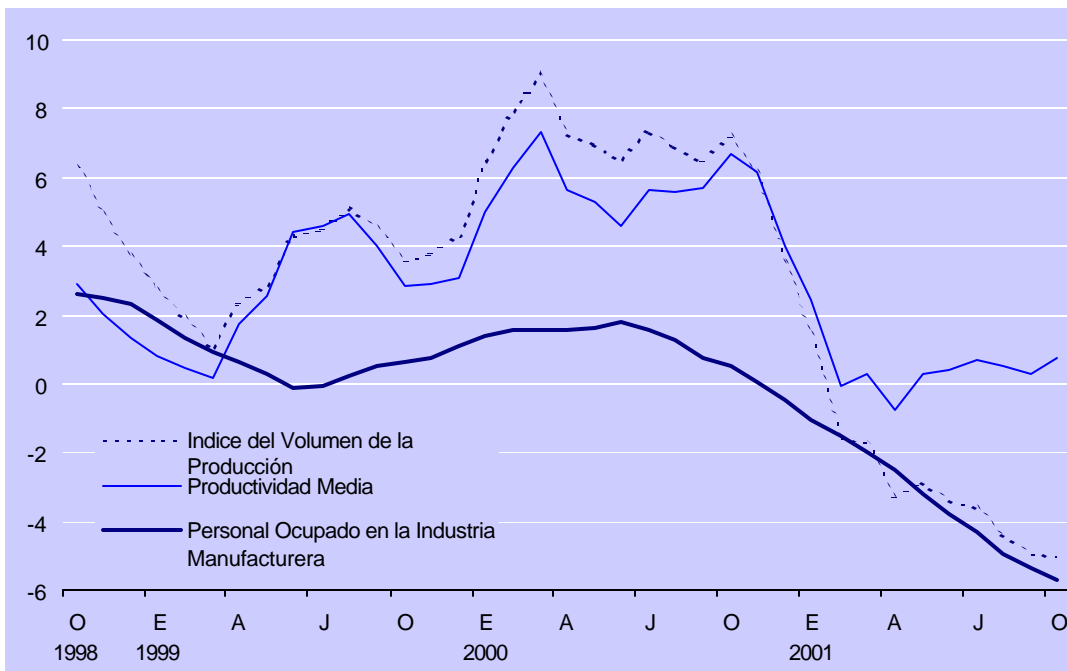
Durante las etapas de desaceleración económica la productividad se reduce debido al rezago con el que las empresas ajustan su planta laboral. Sin embargo, en tiempos recientes en algunos sectores de actividad la disminución en el número de empleos ha tenido lugar de forma acelerada. Por ejemplo, en el sector manufacturero no maquilador la reducción de los puestos de trabajo ha resultado de una magnitud similar a la caída de la producción. En consecuencia, a partir de marzo de 2001 el crecimiento de la productividad se estabilizó. Por tanto, aun cuando la productividad de dicho sector haya aumentado a tasas casi siempre positivas, ello ha sido principalmente consecuencia de un deterioro significativo del empleo (Gráfica 7).

En la coyuntura económica actual las empresas han enfrentado una menor demanda por sus productos a la par de una pérdida de competitividad ocasionada por el incremento de los costos unitarios de la mano de obra. En respuesta a ello, éstas han realizado ajustes para seguir operando. En primer lugar, han reducido su producción disminuyendo las horas trabajadas y limitando la creación de empleos. En segundo lugar, han recortado el número de empleados en nómina. Como se desprende de la información que se proporciona en esta sección, en algunos sectores productivos este proceso se ha dado en forma acelerada.

Gráfica 7

Producción y Productividad Media en la Industria Manufacturera No Maquiladora

Variación anual del promedio móvil de 3 meses en por ciento



Fuente: Elaborado con información del INEGI.

En concordancia con lo expuesto, el deterioro en el mercado laboral ha sido de tal magnitud que a pesar del importante crecimiento de las remuneraciones reales, la masa salarial se ha contraído en diversos sectores productivos; es decir, el ingreso total del factor trabajo se ha reducido. Lo anterior tiene implicaciones de mediano plazo potencialmente graves. En particular, ello puede ser un factor limitante del repunte futuro de la demanda agregada al debilitarse el mercado interno y, por ende, al restringirse la velocidad a la cual podría recuperarse la economía. Asimismo, los incrementos de los costos unitarios de la mano de obra podrían limitar el potencial de crecimiento de la economía en la fase

ascendente del ciclo al haberse deteriorado la competitividad. Por otro lado, es muy factible que en un inicio la recuperación económica se presente sin un crecimiento significativo del número de puestos de trabajo. Lo anterior, debido en parte a la capacidad ociosa existente en las empresas. Por tanto, la situación económica actual requiere de un mercado laboral más flexible, en el cual el crecimiento de los salarios reales sea más acorde con el incremento de la productividad. Esta tesis responde a un propósito doble: recuperar de forma acelerada los empleos perdidos durante 2001 y generar los puestos de trabajo necesarios para los nuevos entrantes a la fuerza laboral.

II.3.5.2. Salarios Contractuales

En el trimestre objeto de este Informe, el aumento promedio de los salarios nominales contractuales resultó de 6.9 por ciento. Cabe señalar que en el periodo el crecimiento de dichos salarios tuvo una moderación significativa. Al respecto es importante mencionar que en octubre el crecimiento promedio de los salarios contractuales (6.9 por ciento) estuvo particularmente influido por la revisión en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS). Si se excluye del promedio el aumento otorgado por dicha institución, el resultado se ubica en 8.9 por ciento. Asimismo, en noviembre y diciembre el incremento promedio de los salarios contractuales resultó respectivamente de 6.7 y 7.4 por ciento.

Las principales empresas privadas de jurisdicción federal con 250 o más trabajadores otorgaron en octubre, noviembre y diciembre aumentos salariales significativos. Estos fueron respectivamente de 8.9, 9.2 y 5.2 por ciento.

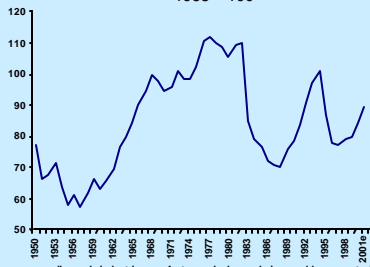
En 2001, la brecha promedio entre los salarios contractuales y la inflación esperada para los siguientes doce meses resultó cercana a 2.9 por ciento. Dicho diferencial se acrecentó en los primeros tres trimestres del año, pero se moderó durante el último. Así, en el cuarto trimestre el diferencial fue en promedio de alrededor de 1.7 por ciento (Gráfica 8).

En el último trimestre de 2001, los incrementos nominales de los salarios contractuales concedidos en la industria manufacturera y en otros sectores fueron diferenciados debido a la incidencia de algunas revisiones específicas (Cuadro 7). Por ejemplo, el diferencial observado en noviembre se explica en gran parte por la revisión salarial conseguida por los trabajadores de la industria azucarera y alcoholera y el de diciembre por los de la industria huletera.

Evolución de los Salarios Reales en México: 1950-2001

En el período 1950-2001 se han presentado en México dos etapas claramente diferenciadas en la evolución de los salarios reales (Gráfica 1).¹ En la primera, que comprende de 1950 a 1970, los salarios reales se incrementaron de manera continua y significativa. En la segunda, a partir de 1970, los salarios reales evolucionaron erráticamente, reflejando los ciclos de expansión y crisis que experimentó la economía mexicana en el período. Históricamente la secuencia se ha dado como sigue: después de una expansión y de su subsecuente crisis, la caída de los salarios ha sido de tal magnitud que alcanzaron niveles menores que los prevalecientes antes de la expansión. Como consecuencia, actualmente los salarios reales se encuentran en niveles más bajos que los observados en 1970.

Gráfica 1
Salarios Reales en la Industria Manufacturera*
1968 = 100



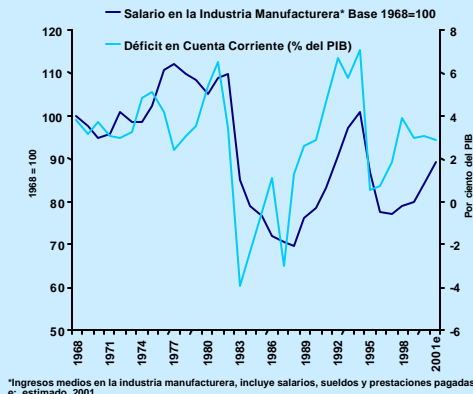
El nivel sostenible de largo plazo de los salarios reales está determinado por la productividad del trabajo, es decir, por el valor de la aportación del trabajo a la producción de bienes y servicios. A su vez, dicho valor depende positivamente del nivel de educación y salud del trabajador, de la calidad y cantidad de capital disponible y del avance de la tecnología utilizada.

Sin embargo, es posible que por distintas causas el salario real se desvíe de su trayectoria de largo plazo. En los últimos 30 años, han habido etapas en las que el salario ha sobrepasado esta trayectoria cuando la economía se ha expandido de manera no sostenible gracias al crédito externo. Durante la década de los años setenta, el gobierno financió un déficit fiscal elevado endeudándose con el exterior. Por otra parte, en la primera mitad de la de los años noventa, se incrementó sustancialmente el crédito exterior, pero esta vez para financiar el gasto privado. En ambos casos, el exceso de gasto sobre el ingreso permitió un incremento temporal del salario real por encima de su nivel sostenible. La

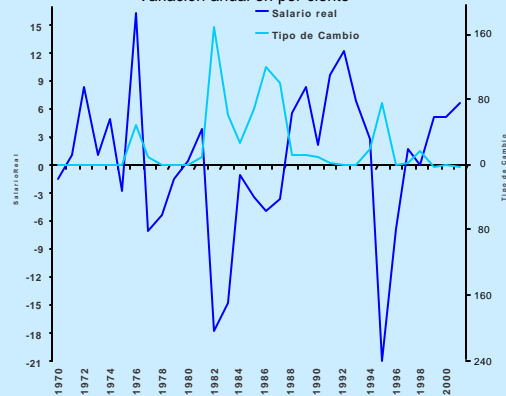
¹ La serie de los salarios reales en la industria manufacturera en el período 1951 a 1967 se construyó con base en una proyección que utiliza los datos disponibles para 1951, 1960 y 1968. Los resultados obtenidos son compatibles con los incrementos del salario mínimo real en ese lapso.

situación persistió hasta que los flujos de capital extranjero se revirtieron dando lugar a una crisis de balanza de pagos con su desenlace de devaluación. Ambos fenómenos se tradujeron en una contracción del PIB real y en un aumento de la inflación, causando un severo deterioro de los salarios reales (Gráfica 2). También se observa claramente como las devaluaciones bruscas han tenido como consecuencia caídas drásticas en el salario real (Gráfica 3).

Gráfica 2
Salario Real en la Industria Manufacturera
y Déficit en la Cuenta Corriente



Gráfica 3
Salario Real y Tipo de Cambio
Variación anual en por ciento

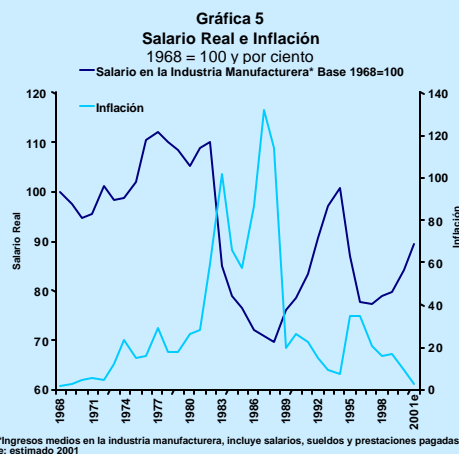
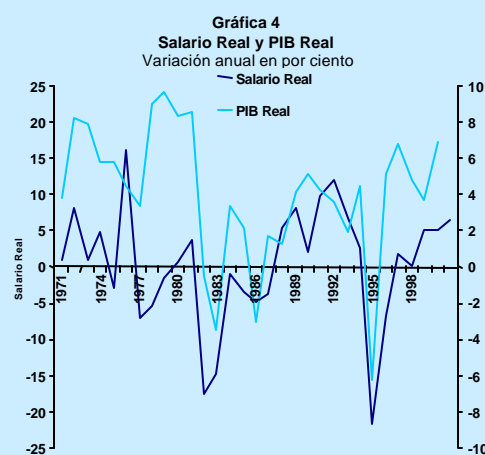


Lo anterior subraya que los incrementos en el poder adquisitivo del salario sólo pueden darse de forma sostenida en la medida en que aumente la productividad en un entorno macroeconómico estable. Es evidente que el salario real se ha reducido en aquellos lapsos durante los cuales el PIB real ha caído y cuando la inflación se ha acelerado (Gráficas 4 y 5).

En el período 1957-2001, en los años en que se registró una inflación anual mayor que un dígito, la variación anual promedio del salario real fue negativa (0.8 por ciento). Por otro lado, en aquellos años en que la inflación anual fue de un dígito, el crecimiento anual promedio del salario real resultó de 5.3 por ciento, tasa similar al incremento correspondiente de la productividad media de la mano de obra.

A la luz de lo señalado, el Banco de México ha insistido en la conveniencia de llegar a un entorno de inflación baja y estable que permita incrementar el salario real de manera continua.

Finalmente, el crecimiento de los salarios nominales por arriba de su trayectoria de largo plazo, es decir, por encima de la inflación y de los aumentos predecibles en la productividad del trabajo, es un indicador adelantado de presiones sobre las cuentas externas y de su insostenibilidad. Por ello, es importante que en las negociaciones salariales se tenga como marco de referencia a la inflación objetivo y a los incrementos factibles en la productividad. Asimismo, también se requiere para ese fin de una postura fiscal sólida y de una política monetaria orientada al abatimiento de la inflación. Ello, a manera de establecer las condiciones idóneas para un crecimiento rápido y sin altibajos que se traduzca en una mejoría generalizada de los niveles de vida en México.



Ingresos medios en la industria manufacturera, incluye salarios, sueldos y prestaciones pagadas. e: estimado 2001

Cuadro 7 **Salarios Contractuales por Sectores**
Variación anual en por ciento

	2001								
	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Manufacturas	10.9	10.9	10.2	9.0	10.1	10.1	9.1	6.3	6.8
Otros Sectores	10.3	10.5	10.1	9.0	9.9	9.1	6.7	7.3	9.3

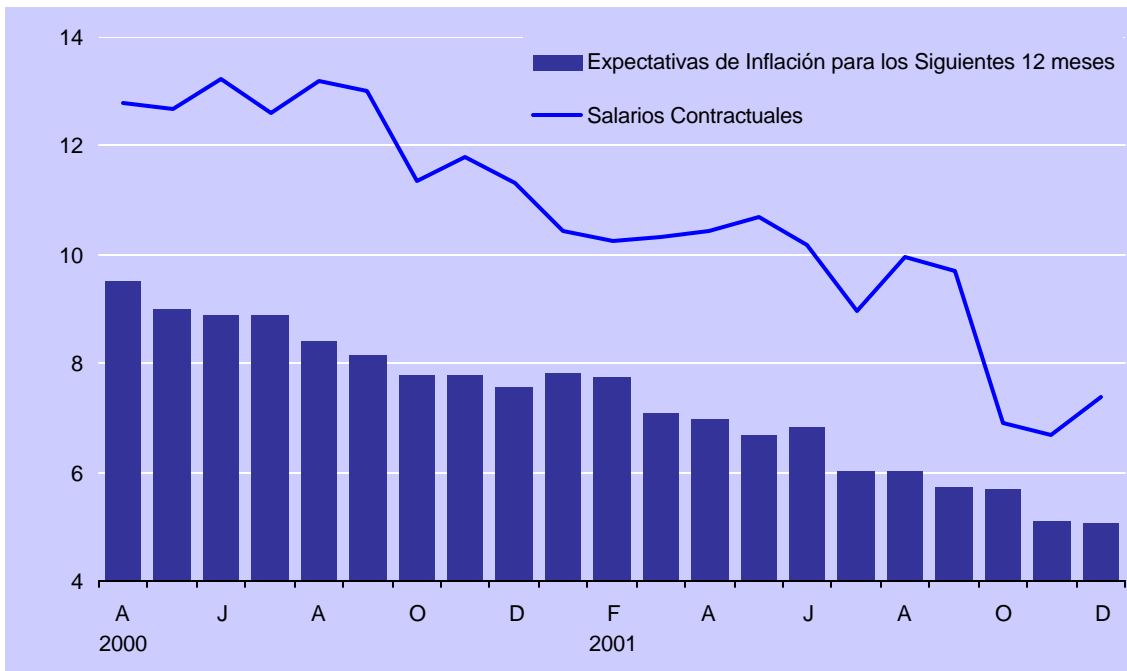
Fuente: Elaborado con información de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

La moderación que los incrementos salariales contractuales mostraron durante el último trimestre de 2001 se debe en su mayor medida a las revisiones salariales otorgadas a los empleados en empresas u organismos del sector público. En las empresas privadas todavía no se ha observado una atenuación de los aumentos salariales. En particular, los incrementos otorgados por las empresas siguen siendo elevados si se les compara con la

suma de la inflación esperada y el incremento predecible de la productividad durante 2002. Lo anterior podría empujar al alza los costos de producción, lo que sería poco propicio para una rápida creación de empleos en 2002 y eventualmente podría trasladarse a los precios que pagan los consumidores. Esto se constata en la lentitud registrada por el descenso de la inflación en el sector servicios.

Gráfica 8 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.

II.3.5.3. Empleo

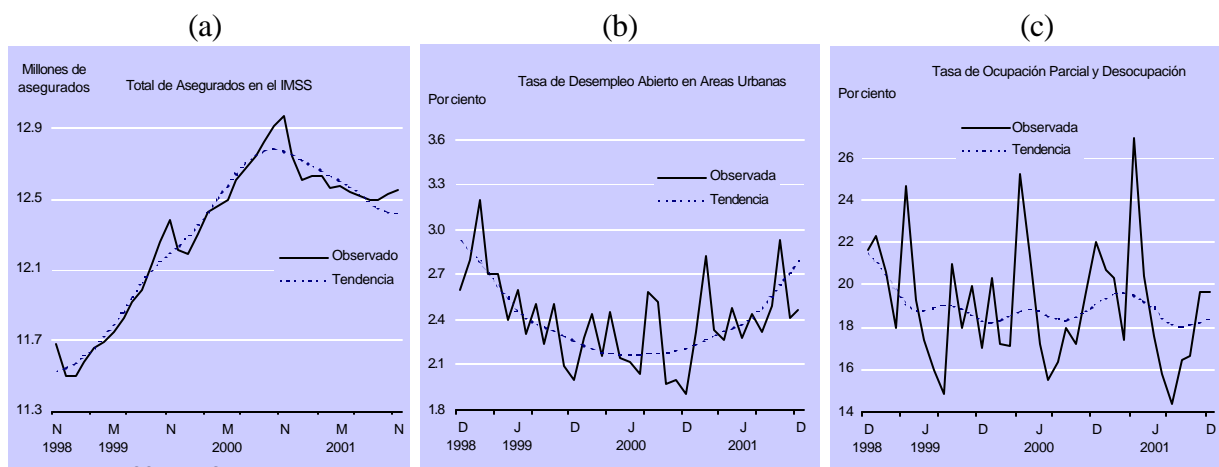
A lo largo de 2001 la ocupación en México sufrió una contracción muy significativa. En el año se revirtió la tendencia ascendente que venía mostrando desde 1996 el número de asegurados permanentes en el IMSS. Lo anterior es atribuible principalmente a la desaceleración de la economía mexicana, consecuencia a su vez de la caída del crecimiento económico mundial.

Al término de diciembre de 2001, el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se ubicó en 12,163,637 personas, alrededor de 382.6 mil por debajo del nivel de cierre de 2000 (Gráfica 9a). Lo señalado implicó una contracción del empleo formal de 3 por ciento.

Durante 2001, la afiliación de trabajadores en el sector industrial se contrajo en aproximadamente 539 mil asalariados (8.9 por ciento). En dicho sector la actividad más afectada fue la manufacturera, en donde el empleo registró una caída de 476.5 mil personas. En contraste, en los sectores de servicios y agropecuario se observaron aumentos de la ocupación de aproximadamente 136 mil (2.1 por ciento) y 39 mil personas (6.1 por ciento), respectivamente.

Durante 2001, los principales indicadores de desempleo registraron un deterioro sensible. Así, la tasa de desempleo abierto promedio fue de 2.46 por ciento, mientras que en 2000 este indicador se había ubicado en 2.21 por ciento (Gráfica 9b). De igual manera, la serie de tendencia de la tasa de desempleo abierto mostró durante el año un aumento continuo. Por otra parte, la tasa de ocupación parcial y desocupación también resultó en 2001 ligeramente superior en promedio a la de 2000. En agosto, septiembre y octubre de 2001, esta variable experimentó una reducción significativa, por lo que su serie de tendencia mostró una disminución durante la segunda mitad del año (Gráfica 9c). Sin embargo, a partir de noviembre ya presentó un repunte importante.

Gráfica 9 **Indicadores de Empleo y Desempleo**
Series de Tendencia



FUENTE: IMSS e INEGI.

Visto por género, el desempleo afectó relativamente con mayor intensidad a los varones. En 2001 la tasa de desempleo masculino se incrementó 0.31 puntos porcentuales en promedio. En contraste, para las mujeres el aumento promedio de esa tasa fue de sólo 0.15 puntos porcentuales. Por nivel de instrucción, las personas con primaria completa y con nivel medio-superior y superior fueron las que sufrieron mayormente un incremento de la tasa de desempleo durante el periodo referido. Finalmente, la

duración del desempleo aumentó ligeramente. Al respecto, el porcentaje de desempleados por cinco semanas o más pasó de un promedio de 39.6 por ciento en 2000 a 40.5 por ciento en 2001.

Por otro lado, durante 2001 el empleo en el sector informal registró una pequeña alza. Una manera indirecta de medir el empleo en dicho sector es a través del porcentaje de la Población Económicamente Activa⁶ que no recibe ningún tipo de prestación. En 2000 dicho indicador resultó en promedio de 46.2 por ciento, mientras que de enero a diciembre del año pasado se ubicó en 47 por ciento. Asimismo, se observó un repunte en la proporción de la Población Económicamente Inactiva.⁷ Esta última pasó de 43.7 por ciento de la fuerza laboral⁸ en 2000 a 44.4 por ciento durante 2001. Lo anterior es indicativo de que un mayor número de trabajadores decidió no buscar trabajo ante el deterioro de las perspectivas laborales.

La elevada integración de la economía de México con las de los Estados Unidos y Canadá ha condicionado al ciclo económico del país, sincronizándose tanto las expansiones como las desaceleraciones. Lo anterior se ha reflejado en una reducción paralela de la producción, en particular de la manufacturera, en las tres naciones. Por tanto, la desaceleración observada en la zona ha provocado una fuerte contracción del empleo. Sin embargo, en México ésta se ha visto agravada por la rigidez a la baja que han mostrado los aumentos salariales en el mercado laboral. La falta de acomodo de éstos a la realidad de la economía del país ha dado lugar a incrementos significativos de los costos unitarios de la mano de obra en la generalidad de los sectores. Como se ha dicho, ello ha contribuido a deteriorar aún más la situación prevaleciente en el mercado laboral.

En suma, es necesario crear en México las condiciones para un mercado laboral más flexible. Asimismo, resulta crucial que los incrementos salariales reales sean compatibles con el aumento de la productividad, con el fin de evitar presiones inflacionarias futuras. La finalidad es la de facilitar la recuperación de los empleos perdidos, así como promover la generación de nuevas fuentes de trabajo para los entrantes a la fuerza laboral.

⁶ La Población Económicamente Activa (PEA) es la población de 12 años y más que se encontraba ocupada, o bien sin empleo pero buscando activamente una actividad económica durante las últimas tres semanas.

⁷ La Población Económicamente Inactiva comprende a todas las personas de 12 años y más que no realizaron actividades económicas en la semana de referencia, ni buscaron hacerlo en los 2 meses previos a la semana de referencia.

⁸ La fuerza laboral comprende a todas las personas de 12 años y más.

II.3.6. Oferta y Demanda Agregadas

En el tercer trimestre de 2001 la oferta y la demanda agregadas registraron una contracción significativa de 3.2 por ciento. Ello constituyó la primera disminución a tasa anual de dichos agregados desde el primer trimestre de 1996. Por el lado de la oferta, el descenso se derivó de las caídas que experimentaron tanto el PIB (1.6 por ciento) como las importaciones de bienes y servicios (7.2 por ciento). En cuanto a la demanda agregada, su contracción se originó de la combinación de un crecimiento anual del consumo privado de 1.5 por ciento, mientras que la inversión, las exportaciones de bienes y servicios y el consumo público tuvieron reducciones respectivas de 9.1, 8.2 y 3.8 por ciento. El descenso que experimentó el PIB en el tercer trimestre de 2001 fue resultado de que la contribución positiva que hizo el consumo privado fue contrarrestada por la fuerte caída, medida a precios constantes, de la inversión y en menor grado del consumo público y por un ligero deterioro de la balanza de bienes y servicios (exportaciones menos importaciones de bienes y servicios) (Cuadro 8).

Cuadro 8 Demanda y Oferta Agregadas en 2000 y 2001
Variación real anual en por ciento

	2000					2001		
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Anual	I Trim.	II Trim.	III Trim.
Oferta Agregada	11.7	11.2	11.4	8.0	10.5	3.0	0.4	-3.2
PIB	7.7	7.6	7.3	5.1	6.9	1.9	0.0	-1.6
Importaciones	24.9	22.3	23.2	16.1	21.4	6.3	1.5	-7.2
Demanda Agregada	11.7	11.2	11.4	8.0	10.5	3.0	0.4	-3.2
Consumo Total	8.9	9.4	10.0	6.6	8.7	5.3	3.0	1.0
Privado	9.6	10.2	10.5	7.6	9.5	6.5	3.8	1.5
Público	3.9	4.6	6.1	0.6	3.5	-3.0	-2.2	-3.8
Inversión Total	10.9	10.5	11.1	7.6	10.0	0.4	-5.5	-9.1
Privada	12.8	8.9	10.8	8.2	10.2	-0.7	-5.3	-4.9
Pública	-4.5	26.0	13.1	5.3	8.6	11.3	-6.8	-38.1
Exportaciones	17.3	15.8	16.9	14.1	16.0	4.7	-0.4	-8.2

El incremento del consumo de los hogares resultó en el tercer trimestre de 1.5 por ciento, la menor variación anual registrada por dicho rubro desde el segundo trimestre de 1996. Por tipo de bien, la adquisición de bienes no durables y servicios, tales como productos para el cuidado personal y del hogar, electricidad, gas y agua, servicios de transporte, de comunicaciones y de esparcimiento, creció 1.9 por ciento en igual periodo. En contraste, los gastos de consumo en bienes duraderos disminuyeron 2.9 por ciento en el lapso de referencia. Ello ocurrió como resultado de un

menor nivel de las adquisiciones de vehículos, muebles metálicos y aparatos eléctricos y electrónicos entre otros. En el tercer trimestre de 2001 el consumo del sector público experimentó un decremento de 3.8 por ciento con relación a su nivel del mismo trimestre de 2000. Con ello, el consumo total creció 1 por ciento en el lapso.

La formación bruta de capital cayó en el tercer trimestre del año 9.1 por ciento a tasa anual. Tanto el componente importado de la inversión como el nacional experimentaron descensos. El primero se redujo 14.9 por ciento, en tanto que la disminución del segundo fue de 5.9 por ciento. Esta última tasa se derivó de bajas de 4.1 por ciento de la construcción y de 10.2 por ciento de la producción de maquinaria y equipo nacional. Por sectores, la formación de capital privado mostró una reducción de 4.9 por ciento, mientras que la inversión pública descendió 38.1 por ciento a tasa anual.

Los datos de la oferta y demanda agregadas muestran que en el tercer trimestre de 2001 el gasto interno se redujo 1.4 por ciento a tasa anual, lo que representó la primera disminución de esas variables desde el segundo trimestre de 1996. Dicha tasa resultó muy similar a la caída de 1.6 que registró el producto en el tercer trimestre. De esta forma, la ampliación del déficit comercial resultó a la postre menor que la anticipada.

En el tercer trimestre la exportación de bienes y servicios medida a precios constantes se redujo 8.2 por ciento a tasa anual. Dentro de dicho agregado disminuyeron las exportaciones de las industrias maquiladora, de transformación, de la minería y de petróleo crudo. Por otra parte, las importaciones de bienes y servicios se redujeron 7.2 por ciento, no obstante haber aumentado las adquisiciones en el exterior de bienes de consumo final.

Para comprender mejor los movimientos más recientes en la tendencia de los componentes de la oferta y demanda agregadas, el estudio del crecimiento trimestral de sus cifras desestacionalizadas resulta más informativo que el de sus tasas anuales. En el tercer trimestre de 2001, el renglón de consumo no mostró cambio en su cifra desestacionalizada con relación a su nivel del trimestre previo. Dentro de sus componentes, el consumo privado registró un ligero aumento de 0.1 por ciento, mientras que el del sector público se redujo 0.9 por ciento. Por otra parte, la formación de capital resintió una contracción respecto a su nivel del trimestre previo, de 2.4 por ciento. Ello ocurrió como reflejo del aumento que experimentó la inversión del sector privado, mientras que la del sector público decreció 34.7 por ciento. Cabe

señalar que la demanda y la oferta agregadas se redujeron 1.2 por ciento frente a su nivel del segundo trimestre del año.

Durante el cuarto trimestre de 2001 persistió la debilidad que venían mostrando los principales componentes de la demanda agregada y de la producción. A la fecha de la publicación de este Informe se cuenta apenas con información preliminar e incompleta respecto a la evolución de los principales componentes de la demanda y oferta agregadas durante el cuarto trimestre de 2001. Dicha información se presenta a continuación:

- (a) En noviembre de 2001 las ventas al mayoreo en términos reales presentaron una contracción anual de 12.1 por ciento, mientras que las de menudeo aumentaron ligeramente (0.2 por ciento). Con ello, por décimo mes consecutivo tuvo lugar una variación anual negativa de las ventas al mayoreo. También en sus datos desestacionalizados estas últimas resintieron una caída mensual de 0.6 por ciento;
- (b) En el cuarto trimestre las ventas a "tiendas totales" de la ANTAD crecieron en términos reales, 6.5 por ciento frente a sus niveles del mismo trimestre de 2000. La tasa anual de incremento de esas ventas fue inferior a las de 8.5, 8.2 y 7.2 por ciento registradas en el primero, segundo y tercer trimestres, respectivamente. Las ventas de las tiendas pertenecientes a la ANTAD representan el 20 por ciento de las ventas al menudeo. Debido al vigoroso crecimiento que han registrado las ventas de estas tiendas en los últimos años, su participación en el mercado se ha incrementado y continúan exhibiendo tasas de expansión aun cuando los datos del INEGI indican que las ventas al menudeo han estado cayendo;
- (c) La tasa de crecimiento anual de las importaciones de bienes de consumo se redujo de 18.1 por ciento en el tercer trimestre a 8.9 por ciento en el cuarto trimestre. Por su parte, la variación anual de las importaciones de bienes de capital pasó en el mismo periodo de -15.1 por ciento a -15.2 por ciento;
- (d) En octubre la inversión fija bruta registró una variación anual de -9.4 por ciento;
- (e) La contracción anual en el sector de la construcción pasó de 4.1 por ciento en el tercer trimestre a 4.4 por ciento en el bimestre octubre-noviembre;

- (f) En octubre-diciembre las exportaciones registraron la caída a tasa anual más importante sufrida en el año (11.7 por ciento). En dicho periodo las exportaciones petroleras disminuyeron 34.3 por ciento con respecto a su nivel de igual bimestre del año anterior y las no petroleras lo hicieron en 9.5 por ciento;
- (g) El Índice Global de Actividad Económica (IGAE) experimentó en noviembre una caída a tasa anual de 1.4 por ciento. Por su parte, la producción industrial se contrajo en el bimestre octubre-noviembre 4.1 por ciento. Cabe aclarar que en noviembre la producción industrial registró en su serie desestacionalizada un crecimiento mensual de 1.2 por ciento. Si bien sería prematuro sacar alguna conclusión firme a partir de este resultado, al complementarlo con las expectativas favorables que se han formado para ese sector en los Estados Unidos, dicha información podría representar el primer indicio de una recuperación en el sector industrial de México;
- (h) El empleo formal se contrajo 1.3 por ciento del tercero al cuarto trimestre de 2001 (0.6 por ciento con datos desestacionalizados); y
- (i) Los datos de noviembre muestran que ha persistido la disminución de los ingresos y de los egresos por viajeros internacionales. Los aludidos ingresos registraron una reducción a tasa anual de 9.5 por ciento, la cual resultó menor que la observada el mes previo (16.6 por ciento). Por otra parte, los egresos presentaron una baja a tasa anual de 12.2 por ciento, aún más pronunciada que la de 10.8 por ciento experimentada el mes anterior.

La información precedente sugiere que durante el cuarto trimestre del año persistió la debilidad de los principales componentes de la demanda agregada. Con respecto al consumo, los datos del INEGI y los de la ANTAD revelan crecimientos menores que los observados en el tercer trimestre. Así, para el último trimestre de 2001 se anticipa una caída adicional en su tasa de crecimiento. En relación a la inversión, la importante disminución a tasa anual que mostró en octubre y la debilidad general de la economía apuntan a que en el cuarto trimestre posiblemente haya registrado una reducción ligeramente mayor que en el tercer trimestre de 2001.

Finalmente, el descenso que mostró en el bimestre octubre-noviembre el IGAE, junto con la debilidad del consumo y

de la inversión, sugieren que en el cuarto trimestre de 2001 la contracción del PIB medida a tasa anual haya sido de 1.4 por ciento, ligeramente menos pronunciada que la del tercer trimestre.

Cuadro 9

Crecimiento Estimado de los Principales Agregados Macroeconómicos en 2001

Variación real anual en por ciento

	Cuarto trimestre	Año
PIB	-1.4	-0.3
Consumo Total	0.7	2.4
Inversión Total	-10.1	-6.2
Demanda Interna	-1.0	0.2
Exportaciones	-11.4	-4.2
Importaciones	-9.6	-2.7

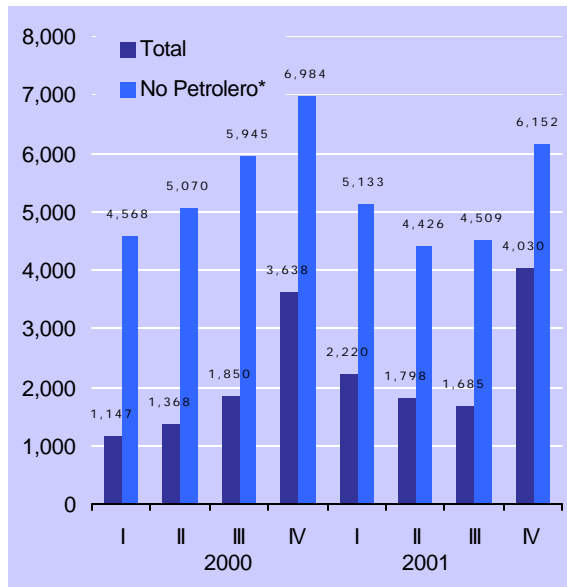
II.3.7. Balanza de Pagos, Flujos de Capital y Tipo de Cambio

La sincronización del ciclo económico de México con el de los Estados Unidos dio lugar a una rápida contracción de la demanda interna en respuesta a la caída de la demanda por las exportaciones nacionales. De esta manera, no debe sorprender que la corrección de la tasa de crecimiento de las importaciones haya sido similar a la registrada por las exportaciones. Como resultado de este fenómeno, si bien el déficit comercial total acumulado en 2001 resultó 21.6 por ciento superior al de 2000, el déficit no petrolero se redujo 10.4 por ciento. Asimismo, en el segundo semestre del año, el déficit comercial no petrolero resultó menor que el observado en igual lapso de 2000. Además, los déficit comercial y de la cuenta corriente cerraron en 2001 en niveles significativamente menores que los previstos al inicio del año. Este fenómeno ha restringido la demanda de recursos externos y ha coadyuvado a la estabilidad del tipo de cambio, a la disminución de las tasas de interés internas y al descenso de la inflación (Gráfica 10).

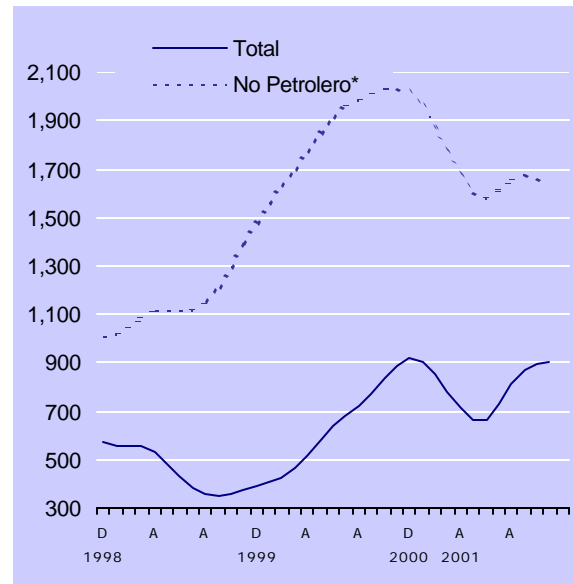
Gráfica 10

Déficit de la Balanza Comercial, Total y sin Petróleo

Millones de dólares



Tendencia



* Excluye importaciones de gasolina, gas butano y gas propano.

Por el lado de la oferta de recursos también se registró un comportamiento que apoyó la apreciación de la moneda y la caída de los réditos. En los primeros nueve meses del año, el superávit de la cuenta de capital sumó 16,270.5 millones de dólares, el mayor de los últimos 7 años para ese periodo. Entre los flujos de capital registrados en el tercer trimestre destaca el de inversión extranjera directa que resultó de 22,373.5 millones de dólares. Ello se explica en medida importante por la transacción Banamex-Citigroup la cual generó un ingreso de Inversión Extranjera Directa (IED) por 12,447 millones de dólares. Para el cuarto trimestre sólo se cuenta con información preliminar relativa a la inversión de cartera. Los datos indican que en ese lapso tuvo lugar una entrada de recursos por dicho concepto de 2,394.1 millones de dólares.

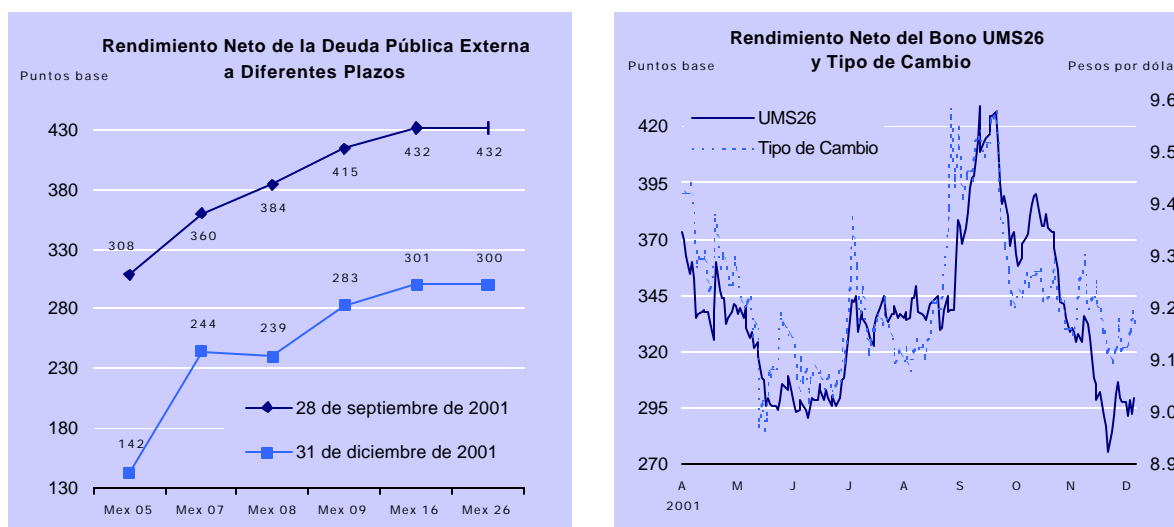
Tomando en consideración la información disponible, se estima que en el cuarto trimestre de 2001 el déficit en la cuenta corriente haya resultado de aproximadamente 5,900 millones de dólares y que el superávit de la cuenta de capital (incluyendo errores y omisiones) haya sido de cerca de 7,300 millones de dólares.

Como consecuencia de la interacción de una menor demanda de recursos externos y de una oferta abundante de los mismos, una vez disipada la incertidumbre que causaron los ataques terroristas en los Estados Unidos, a partir de octubre el

rendimiento neto de los bonos del gobierno mexicano colocados en el exterior experimentó una disminución significativa. La mejoría general en la percepción del riesgo país se vio interrumpida temporalmente a finales de ese mes. Ello, por el temor que despertó el deterioro de la situación económica en Argentina. A este respecto, cabe destacar la ausencia de un contagio importante de la crisis en Argentina hacia México y la mayoría de los países de la región. Así, al cierre del año el rendimiento neto del bono UMS26 alcanzó un nivel de 300 puntos base, habiendo mostrado durante el trimestre una reducción de 132 puntos (Gráfica 11).

La desaceleración sufrida por la economía de los Estados Unidos se reflejó en México durante el trimestre octubre-diciembre en una mayor caída tanto de las exportaciones como de las importaciones. Como consecuencia tuvo lugar una ampliación modesta del déficit comercial de México. Ello, aunado a una mayor oferta de capitales del exterior –provenientes tanto del cierre durante agosto de la operación de compra de Banacci por Citigroup como de las favorables perspectivas futuras de la economía mexicana– propició simultáneamente una reducción de las tasas de interés internas y una apreciación del tipo de cambio. Así, al cierre de diciembre de 2001 el tipo de cambio nominal se ubicó en una cotización de 9.16 pesos por dólar, lo cual implicó una apreciación de 3.8 por ciento con respecto a la del final del trimestre anterior.

Gráfica 11 Indicadores del Riesgo País y Tipo de Cambio



FUENTE: Bloomberg y Banco de México.

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

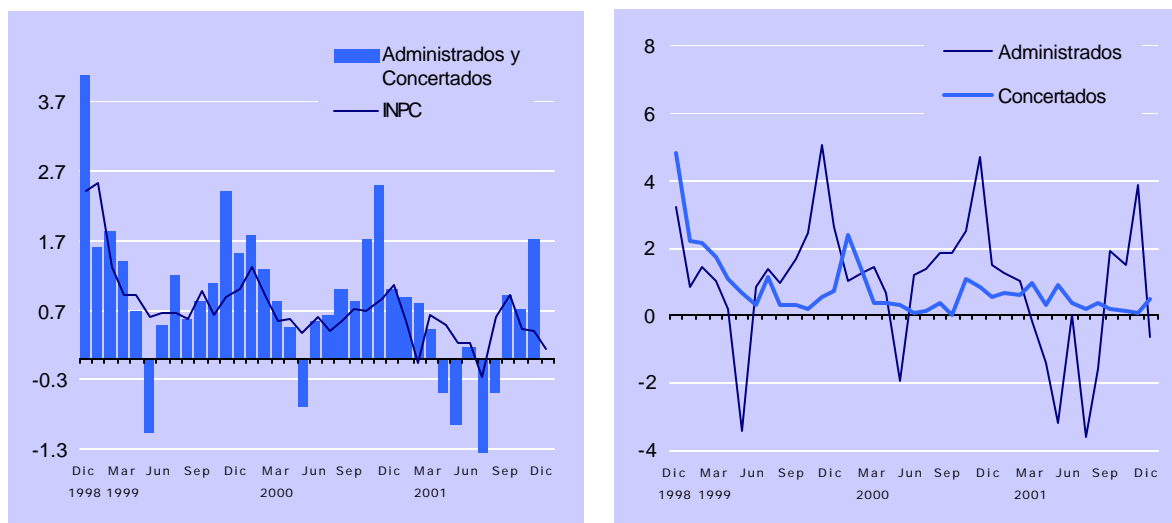
II.3.8. Precios Administrados y Concertados

Durante 2001 el subíndice de precios de los bienes administrados y concertados por el sector público⁹ mostró una evolución muy favorable en comparación con la registrada en los mismos meses de 2000. Así, en octubre, noviembre y diciembre de 2001 la inflación mensual de este subíndice fue respectivamente de 0.72, 1.72 y 0.0 por ciento (Gráfica 12)¹⁰. Como resultado de ello al cierre del trimestre objeto de este Informe, el crecimiento anual de los precios de los bienes administrados y concertados se ubicó en 2.21 por ciento, lo cual representa un descenso considerable en relación con el incremento de 12.58 por ciento observado al final de 2000.

Gráfica 12

Índice de Precios de Bienes Administrados y Concertados e INPC

Variación mensual en por ciento



Durante el periodo octubre-diciembre de 2001 la evolución del subíndice de los precios administrados y concertados puede atribuirse principalmente al comportamiento que mostraron los precios de los bienes administrados. En octubre, noviembre y diciembre dichos precios registraron variaciones mensuales respectivas de 1.52, 3.88 y -0.61 por ciento. Estas variaciones resultaron inferiores a las de los meses correspondientes de 2000.

⁹ 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.

¹⁰ Los incrementos fueron de 1.71, 2.51 y 0.99 por ciento en octubre, noviembre y diciembre de 2000, respectivamente.

Lo anterior reflejó la moderación que experimentó el crecimiento de los precios del gas doméstico y, en menor medida, el de las gasolinas. Por otro lado, el subíndice de los precios concertados mostró los siguientes incrementos en esos mismos meses: 0.12, 0.06 y 0.49 por ciento. Destaca que éstos también hayan sido menores que los correspondientes en los mismos meses de 2000.

II.3.9. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación

En el trimestre octubre-diciembre de 2001 el subíndice de precios de los productos agropecuarios acumuló un incremento de 0.10 por ciento, el cual resultó 0.87 puntos porcentuales más bajo que el del INPC, y 5.21 puntos porcentuales menor que el observado durante el mismo trimestre de 2000. Como resultado de lo anterior, la inflación anual de este subíndice se redujo de 6.63 por ciento en septiembre a 1.35 por ciento en diciembre de 2001. Los productos cuyos precios registraron las disminuciones más acentuadas durante este periodo fueron la naranja (43.15 por ciento), el aguacate (21.84 por ciento), la calabacita (20.61 por ciento), y la lechuga (18.39 por ciento). Sin embargo, aún cuando la inflación que acumuló este subíndice fue muy baja, los precios de algunos de los productos que lo integran experimentaron incrementos importantes durante el trimestre; por ejemplo, la cebolla (37.80 por ciento), el limón (20.16 por ciento) y el tomate verde (18.67 por ciento).

II.3.10. Resumen

La inflación anual del INPC pasó de 6.14 por ciento en septiembre a 4.40 por ciento en diciembre. En el mismo periodo la inflación subyacente disminuyó de 5.93 a 5.08 por ciento. La reducción más pronunciada que registró en el trimestre la inflación del INPC se sustentó en los importantes descensos que exhibieron al cierre del año las tasas anuales de crecimiento de los precios de los bienes agropecuarios y de los administrados y concertados. Como se ha comentado, con una gran probabilidad estos fenómenos resultarán transitorios. Es por ello que en la coyuntura actual la inflación subyacente se ha convertido en un mejor indicador de la tendencia inflacionaria.

La importante reducción que experimentó la inflación subyacente en el cuarto trimestre, fue reflejo de las caídas de las tasas de crecimiento anual de sus dos componentes: los servicios y las mercancías. La menor inflación anual del subíndice de los

servicios en el cuarto trimestre constituye una señal positiva ya que de marzo a septiembre dicha tasa había permanecido prácticamente constante. Por su parte, la inflación anual del subíndice de precios de las mercancías se mantuvo en la tendencia decreciente que había exhibido a lo largo del año.

La desaceleración de la actividad económica en los Estados Unidos ha incidido adversamente sobre la actividad y el empleo en el sector industrial de México. Sin embargo, el rápido ajuste a la baja que ante estos factores experimentó el crecimiento de la demanda agregada permitió el reestablecimiento del equilibrio entre el incremento de dicha variable y el de la oferta de bienes y servicios. Ello contribuyó a atenuar las presiones inflacionarias a través de dos canales. En primer lugar, este fenómeno ha tenido como consecuencia un déficit comercial menor que el anticipado, lo cual dio lugar a una menor demanda de recursos externos. Lo anterior y una cuantiosa oferta de capitales del exterior, coadyuvaron a la estabilidad cambiaria y a la baja de la inflación anual de las mercancías. En segundo lugar, la moderación del crecimiento de la demanda agregada probablemente limitó la capacidad de los productores de servicios para repercutir en sus precios los aumentos en los costos unitarios de la mano de obra reforzando de esta manera el descenso de la inflación anual del subíndice subyacente de los servicios.

II.4. La Política Monetaria Durante el Cuarto Trimestre de 2001

En esta sección se explican las razones por las cuales durante el trimestre octubre-diciembre el Banco de México mantuvo inalterado el objetivo de saldos acumulados conservando sin modificación la postura de la política monetaria. De forma complementaria, también se presenta un análisis de la evolución que tuvieron en el periodo las expectativas de inflación y las tasas de interés. Ello, debido a la importancia que ambas variables tienen para revelar las percepciones del público respecto al proceso inflacionario y a las condiciones monetarias imperantes en la economía. Por último, también se comenta la trayectoria de la base monetaria y la de otros agregados monetarios y crediticios más amplios.

II.4.1. Acciones de Política Monetaria

Durante el cuarto trimestre del 2001 no se modificó el nivel del “corto”. Ello marca una diferencia con lo ocurrido en los dos

trimestres anteriores en que éste se redujo por decisión de la Junta de Gobierno del Banco de México. En el transcurso del cuarto trimestre del año, la convergencia de la inflación con el objetivo correspondiente permitió prever con una elevada probabilidad el cumplimiento de éste último en 2001. De ahí que la decisión de mantener la postura de la política monetaria haya estado motivada por la determinación de crear las condiciones adecuadas para alcanzar en 2002 una inflación que no exceda de 4.5 por ciento. Al respecto, la evolución de las remuneraciones reales y de los incrementos de los salarios contractuales apuntaban a que en 2002 se generarían presiones inflacionarias incongruentes con el objetivo.

La inflación en 2001 terminó en niveles inferiores a la meta establecida para 2002. Si bien existen algunos elementos que previsiblemente limitarán la aparición de presiones inflacionarias adicionales durante el año en curso, la posible reversión de los fenómenos transitorios que en 2001 contribuyeron a un descenso más rápido de la inflación y la existencia de otras fuentes de presiones inflacionarias fueron factores que influyeron sobre la decisión de la Junta de Gobierno del Banco de México de mantener constante el nivel del “corto”.

Entre las causas que previsiblemente contribuirán a contener las presiones inflacionarias en 2002 se encuentran las siguientes:

- (a) La debilidad de la demanda agregada. Este factor hará más difícil que los productores de bienes no comerciables puedan incrementar sus precios; y
- (b) La expectativa de que en 2002 continúe la estabilidad mostrada por los mercados financieros durante 2001. Por ello, cabe esperar que el tipo de cambio no experimente movimientos bruscos que se traduzcan en incrementos significativos de los precios en el sector de los bienes comerciables. Además, en un entorno de baja inflación, de estabilidad financiera y de tipo de cambio flexible, es razonable suponer que la transmisión de los movimientos cambiarios a los precios internos se haya debilitado.

Entre los factores que podrían dificultar en 2002 el cumplimiento del objetivo de inflación destacan los que se señalan a continuación:

- (a) En contraste con lo ocurrido en 2000, la evolución de los precios de los bienes agropecuarios y de los bienes

administrados y concertados contribuyó en medida muy significativa a la reducción de la inflación general durante 2001. Sin embargo, cabe hacer las siguientes consideraciones con respecto a la evolución que pueden tener en 2002 los precios de ciertos bienes:

- i) En el caso de los precios de los bienes agropecuarios, el modesto incremento que mostraron durante 2001 obedeció parcialmente a condiciones climáticas propicias y a la trayectoria declinante de sus cotizaciones internacionales. Dicho comportamiento podría no repetirse en 2002.
 - ii) En cuanto a la inflación de los bienes administrados y concertados, es de señalarse el cumplimiento en 2001 por parte del Gobierno Federal de su compromiso de incrementar sus precios de forma congruente con la meta de inflación. Asimismo, merece mención aparte el comportamiento favorable del precio del gas doméstico, en línea con las cotizaciones internacionales de los energéticos. Tanto en este último caso como en el de los bienes agropecuarios, cabe destacar la elevada volatilidad que suelen mostrar sus precios, a causa de factores climáticos o por la impredecibilidad de las cotizaciones internacionales. Por tanto, existe la probabilidad de que en 2002 se presente un repunte temporal de la tasa de crecimiento anual de esos precios.
 - iii) Adicionalmente, las modificaciones aprobadas recientemente a diversos impuestos indirectos necesariamente tendrán efectos alcistas sobre algunos precios específicos.
- (b) Los aumentos que pueda experimentar la inflación de los bienes agropecuarios y de los administrados y concertados, así como los efectos de los incrementos de los impuestos, previsiblemente se traducirán en un alza temporal de la inflación general. Es de esperarse que para el cierre del año la inflación anual de estos bienes sea ya congruente con el cumplimiento del objetivo de inflación de mediano plazo. Idealmente, dichos comportamientos no deberían alterar drásticamente la trayectoria descendente de la inflación de otros bienes. Sin embargo,

no puede descartarse que se pudiese contaminar la evolución de algunos precios e incluso de las expectativas inflacionarias.

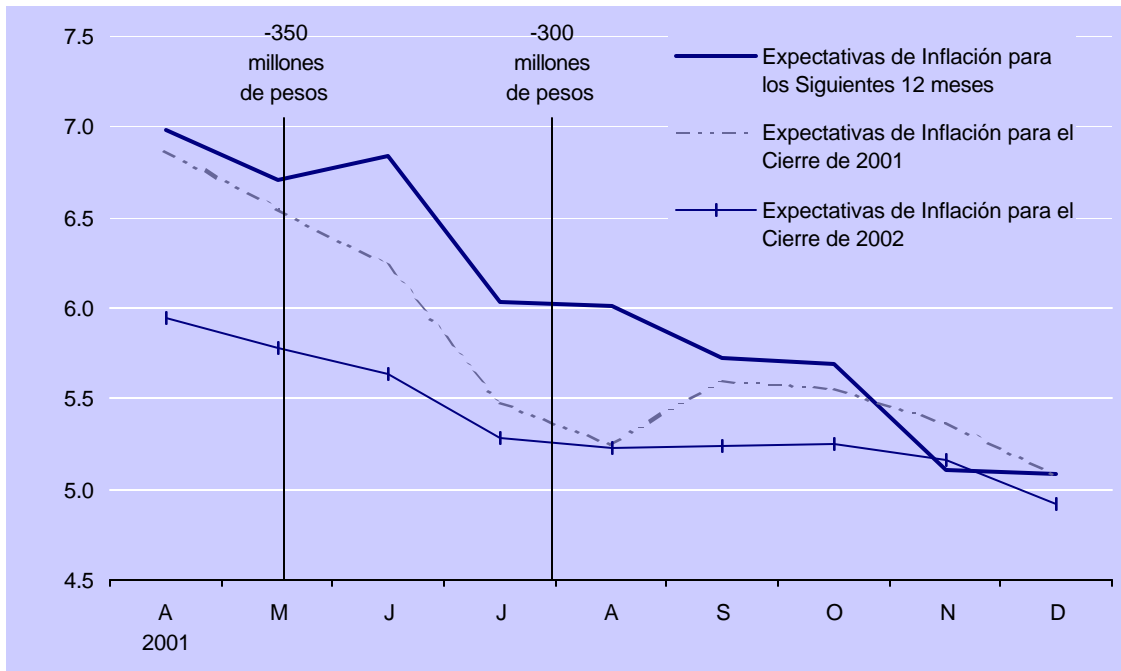
- (c) Como se ha reiterado en Informes anteriores, los incrementos nominales de los salarios contractuales se han mantenido por encima de la suma de las ganancias previsibles en la productividad de la mano de obra y la meta de inflación. La expectativa de que la sustancial caída experimentada por el empleo durante el año induciría una inflexión a la baja en las revisiones de los salarios contractuales no se materializó totalmente durante 2001. En ausencia de este acomodo, los aumentos que han experimentado los costos unitarios de la mano de obra dificultarán el cumplimiento del objetivo de inflación en 2002.
- (d) La inflación esperada es un elemento que influye en la determinación de toda clase de contratos económicos, incluyendo los salariales. Al respecto, aunque la diferencia que persiste entre la inflación que se pronostica para 2002 y el objetivo es la más reducida desde noviembre de 2000, dicha brecha se mantuvo prácticamente constante de julio a noviembre de 2001, estrechándose sólo ligeramente en diciembre (Gráfica 13).

Los factores mencionados podrían obstaculizar el cumplimiento del objetivo de inflación en 2002. Consecuentemente, el curso más prudente para la conducción de la política monetaria en la presente coyuntura es mantener la actual postura y llevar a cabo una evaluación continua de lo siguiente: el desenvolvimiento de las principales variables macroeconómicas, el efecto de los cambios impositivos y de la evolución de los precios de los bienes agropecuarios, administrados y concertados sobre las expectativas de inflación y sobre los precios de los bienes no directamente afectados por las influencias anteriores.

Gráfica 13

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

Por ciento



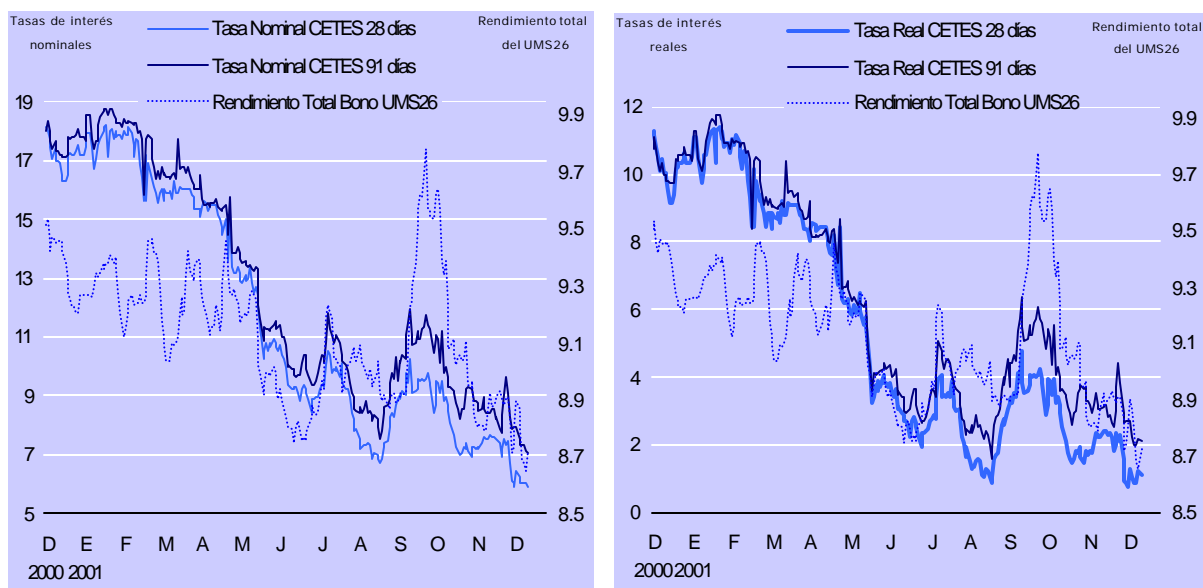
Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

Debido a los incrementos que experimentó la inflación anual durante agosto y septiembre, se produjo un ajuste al alza de las expectativas correspondientes para el cierre de 2001. Sin embargo, ello se revirtió ligeramente en octubre y de forma más intensa en los siguientes dos meses del trimestre. El fenómeno aludido se suscitó principalmente debido a la influencia adversa que tuvieron en agosto y septiembre los subíndices de precios que se excluyen de la inflación subyacente. Por tanto, el repunte de la inflación explicado representó tan sólo un fenómeno transitorio dado el carácter volátil de los precios incluidos en dichos subíndices. Asimismo, aun con un aumento de las expectativas de inflación para 2001, éstas siempre se mantuvieron por debajo del objetivo oficial, y el incremento no se reflejó en las correspondientes a 2002. Esto último sugiere que los analistas consideraron que dicho repunte era de carácter temporal, por lo que no modificaron sus expectativas de mediano plazo en función de las de corto. En contraste, la disminución en diciembre de las expectativas de inflación para 2001 se explica por la favorable evolución que mostraron todos los subíndices de precios durante noviembre y la primera quincena de diciembre. Dichos movimientos fueron percibidos como de carácter permanente, de ahí que también se hayan modificado a la baja las expectativas de inflación para 2002.

La ausencia de cambios en la política monetaria durante el trimestre reportado no fue impedimento para que las tasas de interés continuaran descendiendo. En el trimestre, las tasas de interés internas nominales y reales se comportaron de forma muy parecida a las tasas de interés externas, presentando una tendencia descendente y revirtiéndose con ello el aumento que se había observado en el periodo agosto-septiembre (Gráfica 14). Después de una fuerte disminución en octubre, las tasas internas y las externas se mantuvieron prácticamente constantes en noviembre, cayendo de nueva cuenta durante diciembre.

Gráfica 14 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales^{1/} y Rendimiento Total del Bono UMS26

Por ciento



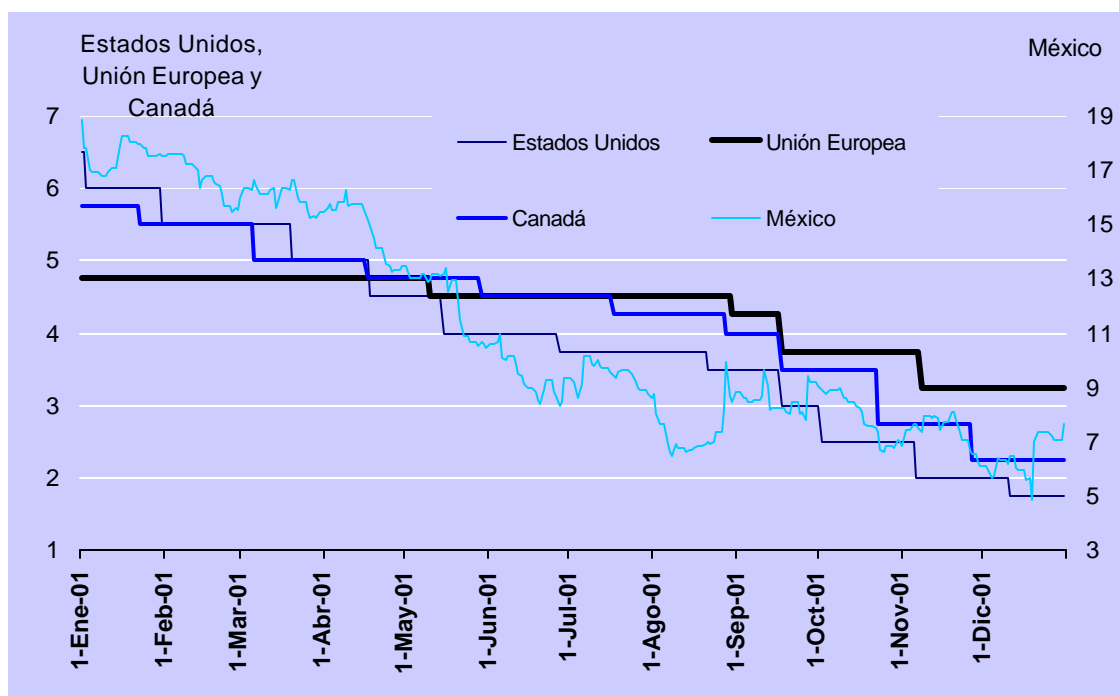
^{1/} Tasas de interés nominales deflactadas por las expectativas de inflación para los siguientes 12 meses.

Durante el año el comportamiento de las tasas de interés, nominales y reales, en México fue similar al observado en otras economías. Ello debido a que en la gran mayoría de los países desarrollados las presiones inflacionarias resultaron menores que las anticipadas y se registró una desaceleración más pronunciada de la actividad económica (Gráfica 15).

Gráfica 15

Tasas de Interés Nominales: Estados Unidos, Unión Europea, Canadá y México

Por ciento



Fuente: Bloomberg

II.5. Agregados Monetarios y Crediticios**II.5.1. Base Monetaria, Activos Internacionales Netos y Crédito Interno Neto**

Al cierre de 2001 el saldo de la base monetaria se ubicó en un nivel de 225,580 millones de pesos, 11,806 millones por debajo de lo previsto. Así, en el año la base monetaria creció en promedio a una tasa nominal de 12.8 por ciento, inferior a la pronosticada en el programa monetario (16 por ciento). Esto significó una desviación promedio de -2.9 por ciento, la cual se explica fundamentalmente por la desaceleración imprevista de la actividad económica. No obstante lo anterior, la base monetaria medida como proporción del producto se elevó, con lo cual avanzó el proceso de remonetización iniciado en 1997 (Gráfica 16a).

La remonetización al cierre de 2001 (3.7 por ciento)¹¹ resultó superior a la anticipada en el programa monetario (2.6 por ciento). Lo señalado fue consecuencia, en lo principal, de dos factores que incrementaron la demanda de saldos reales de base monetaria: a) la significativa disminución de las tasas de interés y b) el aumento de las remuneraciones reales. Adicionalmente, se ha observado que en economías que transitan hacia inflaciones más bajas aumenta la demanda de base monetaria como proporción del ingreso¹². Ello, como reflejo de que también disminuyen el costo y la incertidumbre de mantener activos líquidos como son los billetes y monedas (Gráfica 16b).

La acumulación de activos internacionales durante 2001 resultó de 9,228 millones de dólares. Con la finalidad de mantener 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 se tradujo en una contracción del crédito interno neto de 71,517 millones de pesos.

La principal fuente de acumulación de activos internacionales la constituyeron las compras de divisas realizadas a Pemex por 8,910 millones de dólares, mientras que el Gobierno Federal fue un demandante neto por 2,549 millones (Cuadro 10). La referida acumulación de activos internacionales incluyó 1,363 millones de dólares derivados de la adquisición de divisas a través del mecanismo de opciones, el cual fue suspendido a partir del 29 de junio de 2001.

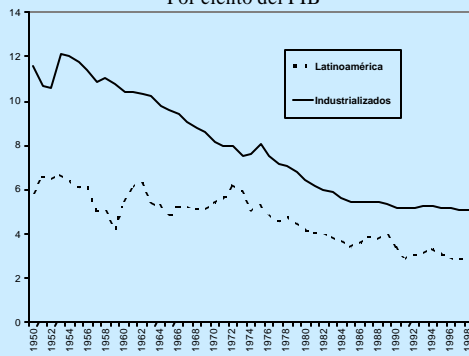
¹¹ Calculada como la variación porcentual de la base monetaria (estimada con los saldos de fin de período) que excede a la inflación y al crecimiento real del producto. Se supuso una variación real anual del PIB de -0.3 por ciento en 2001.

¹² Una explicación más detallada de este tema fue presentada en el apéndice del documento: "Política Monetaria: Programa para 2000".

Desarrollo del Sistema Financiero, Nivel de la Inflación y Cantidad de Dinero

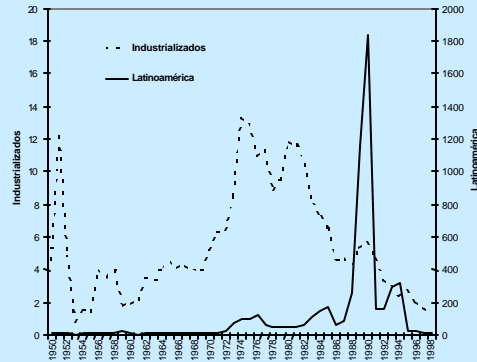
La evidencia internacional muestra que durante los últimos 50 años la base monetaria expresada como porcentaje del producto interno bruto ha disminuido en gran número de países. Para estudiar el tema, se analizaron dos grupos de países: latinoamericanos e industrializados. En ambos casos se encontró una tendencia decreciente del coeficiente aludido. Este resultado se explica principalmente por el desarrollo del sistema financiero y, en especial, por el surgimiento de medios de pago alternativos al efectivo. Por ejemplo, los cheques, las tarjetas de crédito y más recientemente las tarjetas de débito y los monederos electrónicos (Gráfica 1).

Gráfica 1
Base Monetaria
Por ciento del PIB



Sin embargo, una diferencia importante entre las experiencias de ambos grupos es que en los países latinoamericanos se observan variaciones más amplias de corto plazo que las que ocurren en los países industrializados. La explicación de dicha diferencia reside en el comportamiento de la inflación promedio en cada grupo durante el mismo período. Las variaciones de la inflación en el grupo de los países latinoamericanos ha sido mucho mayor que la observada en los países industrializados (Gráfica 2). Mientras que en el primer conjunto la inflación anual llegó a ser de tres dígitos durante varios años, en el segundo ésta no rebasó 20 por ciento. Los cambios en la inflación representan asimismo cambios en el costo de oportunidad de mantener efectivo. Por consiguiente, cuando la inflación aumenta el público tiende a reducir su demanda de dinero. Así, la inflación más elevada en el grupo de países latinoamericanos es compatible con el hecho de que en dicho conjunto la participación de la base monetaria en el producto haya sido menor en todo momento que la observada en los países industrializados.

Gráfica 2
Inflación
Por ciento anual



Por tanto, es posible identificar dos fenómenos que influyen de manera importante sobre el comportamiento de la cantidad de dinero expresada como proporción del producto. El primero de ellos es el desarrollo del sistema financiero, fenómeno que ha dado lugar a que la tendencia de largo plazo de la participación de la cantidad de dinero en efectivo en la economía sea decreciente. El segundo lo constituyen las variaciones de la inflación, las cuales propician que la cantidad de dinero disminuya cuando la inflación aumenta (desmonetización) y que aumente cuando la inflación disminuye (remonetización).

Lo anterior hace suponer que el proceso de remonetización experimentado en México durante los últimos años obedece principalmente a la disminución de la inflación. No obstante, esto no significa que el uso de medios de pago alternativos al efectivo no haya aumentado en el país. Lo que presumiblemente ha ocurrido es que ha dominado el efecto propiciado por el menor costo de oportunidad de mantener dinero. Así, el cambio neto en la cantidad de dinero es el resultado de dos efectos que se oponen.

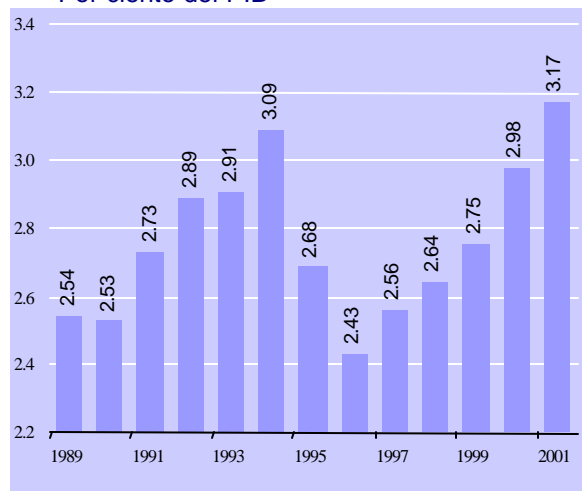
En un estudio realizado por el Banco de México se ha encontrado que los cambios en la cantidad de dinero, expresada como proporción del producto, no son simétricos ante aumentos o disminuciones del costo de mantener saldos monetarios.¹ Es decir, la disminución en la cantidad de dinero cuando la inflación aumenta un punto porcentual, es diferente en términos absolutos al incremento que se registra cuando la inflación disminuye un punto porcentual. Este hecho dificulta la elaboración de pronósticos de remonetización.

En la medida en que la inflación siga descendiendo se espera que el proceso de remonetización continúe. Por otra parte, es de preverse que una vez que la primera se estabilice, el efecto de las innovaciones financieras vuelva a dominar. Así, es razonable esperar que de manera paulatina se observe una ligera disminución en la base monetaria como proporción del PIB.

¹ "Agregados Monetarios en México: ¿De vuelta a los Clásicos?", Documento de Investigación No. 2001-6, Banco de México.

Gráfica 16 Billetes y Monedas en Circulación^{1/} como Proporción del PIB^{2/} e Inflación

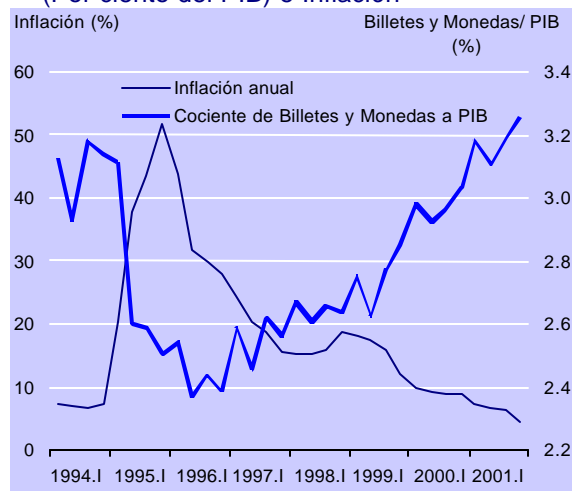
a) Billetes y Monedas en Circulación Por ciento del PIB



1/ Promedios de saldos diarios.

2/ Cifras estimadas para el PIB de 2001.

b) Billetes y Monedas en Circulación (Por ciento del PIB) e Inflación



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

Millones

	Saldos		Flujos efectivos jul-sep 2001	Flujos efectivos oct-dic 2001	Flujos efectivos acumulados en el año ^{1/} al 31 Dic. 2001
	Al 30 Dic. 2000	Al 31 Dic. 2001			
(A) Base Monetaria (Pesos)	208,943	225,580	1,454	43,393	16,637
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos)^{2/}	342,386	411,315	19,546	17,769	88,154
Activos Internacionales Netos (Dólares de E.U.) ^{2/}	35,629	44,857	2,047	1,944	9,228
Variación de Activos Internacionales Netos			2,047	1,944	9,228
<i>Pemex</i>			767	3,089	8,910
<i>Gobierno Federal</i>			628	-1,188	-2,549
<i>Compras por mecanismo de opciones</i>			0	0	1,363
<i>Otros^{3/}</i>			652	43	1,504
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)]^{1/}	-133,443	-185,735	-18,092	25,623	-71,517
Memorándum:					
(D) Reserva Internacional^{4/} (Dólares de E.U.)	33,555	40,880	684	1,465	7,325

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 el 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/ Incluye principalmente operaciones asociadas al esquema de venta de dólares y los intereses de los activos internacionales.

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

Efecto de la Operación Banamex-Citigroup sobre los Agregados Monetarios

La operación Banamex-Citigroup contribuyó en gran medida al crecimiento de los agregados monetarios en 2001, especialmente de los estrechos. En la compra de Banamex por Citigroup se planteó como estrategia de pago a los accionistas la liquidación en efectivo de aproximadamente 50 por ciento de la operación y por el monto restante un intercambio de títulos de Citigroup por los de Banacci. El pago en efectivo fue en dólares y podía ser realizado en tres modalidades a elección del accionista: a) depósitos en el exterior; b) depósitos en sociedades de inversión de cobertura del propio grupo financiero y c) depósitos en un fideicomiso con el mandato de convertir los dólares recibidos a pesos en un plazo no mayor que 20 días hábiles.

Cuadro 1
Importe de la Operación Banamex-Citigroup
Millones de dólares

Importe Total	12,447
Importe en Acciones	6,242
Importe en Efectivo	6,205
Fid. Liquidación Pesos	36
Liquidación para Depósitos USD	2,877
Sociedades de Inversión del Grupo	3,293
INTEGRA 3	3,029
ACCICOR	263

Aproximadamente la mitad de los accionistas de Banamex se inclinó por comprar acciones de las sociedades de inversión de cobertura operadas por Banacci, principalmente Integra 3 (Cuadro 1). Esta última adquirió en agosto, como parte de su cartera de inversión, Certificados de Depósito en dólares por 2,027 millones, y efectuó depósitos bancarios a la vista (genéricamente denominados cuentas de cheques) en dólares por 835 millones. Debido a las operaciones anteriores, la cartera de valores de este fondo de cobertura se incrementó de julio a agosto en 2,862 millones de dólares (26,628 millones de pesos).

Cuadro 2
Integra 3 (Sociedad de Inversión de Cobertura para Personas Físicas)
Saldos en millones de dólares

	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
I Bancos	166	1,001	2,975	2,984	2,695	2,746
Cuenta de cheques m.e.	166	1,001	2,975	2,984	2,695	2,746
II Inversiones en Valores	29	2,056	32	26	21	21
Títulos a negociar	29	2,056	32	26	21	19
Cedes	-	2,056	-	-	-	-
Privados	29	-	30	24	19	19
Banco de México	-	-	2	2	2	2
III Suma Activos (I+II)	195	3,057	3,007	3,010	2,716	2,767

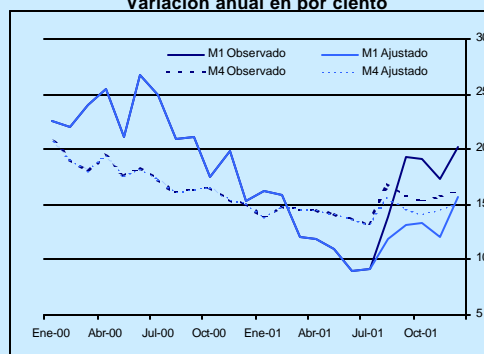
En septiembre tuvo lugar un cambio en la estructura de la cartera de valores de Integra 3, sociedad que traspasó la inversión en Cedes a cuentas de cheques también denominadas en dólares. En consecuencia, en este último instrumento se acumuló un saldo de 2,975 millones de dólares, la mayor parte del cual se mantuvo por el resto del año (Cuadro 2).

Como resultado de lo anterior se observaron movimientos al alza en el saldo de las cuentas de cheques y en el

correspondiente a los depósitos a plazo en moneda extranjera. Ello dio lugar a variaciones importantes en el saldo de los distintos agregados monetarios, particularmente de M1.

Para analizar el comportamiento de los agregados monetarios sin el efecto de la operación Banamex-Citigroup, se excluyeron los saldos de las inversiones de las referidas sociedades de inversión de cobertura del cálculo de cada rubro del ahorro financiero, según correspondía. Así, por ejemplo, de los depósitos a plazo se restó en agosto el equivalente en pesos de 2,054 millones de dólares y de las cuentas de cheques en moneda extranjera se excluyó en agosto, septiembre, octubre, noviembre y diciembre el equivalente en pesos de 1,094, 3,068, 3,087, 2,883 y 2,812 millones de dólares, respectivamente. Con ello, el crecimiento de los agregados monetarios disminuye significativamente (Gráfica 1).

Gráfica 1
M1 y M4 Originales y Ajustados
Variación anual en por ciento



En cuanto al destino final de los recursos relacionados con esta operación, el incremento de los pasivos a la vista denominados en dólares ha tenido como contrapartida principalmente mayores disponibilidades de la banca comercial en bancos extranjeros y menores pasivos externos. Es decir, si bien dichos recursos se han intermediado en el mercado interno, hasta la fecha su destino final ha sido fundamentalmente en el exterior.

En suma, parte de la riqueza de los residentes del país que se mantenía en acciones se convirtió, a partir de las operaciones señaladas, en activos financieros incluidos en los agregados monetarios. Mientras estos recursos permanezcan en el mercado financiero interno, perdurará el mayor saldo de dichos agregados.

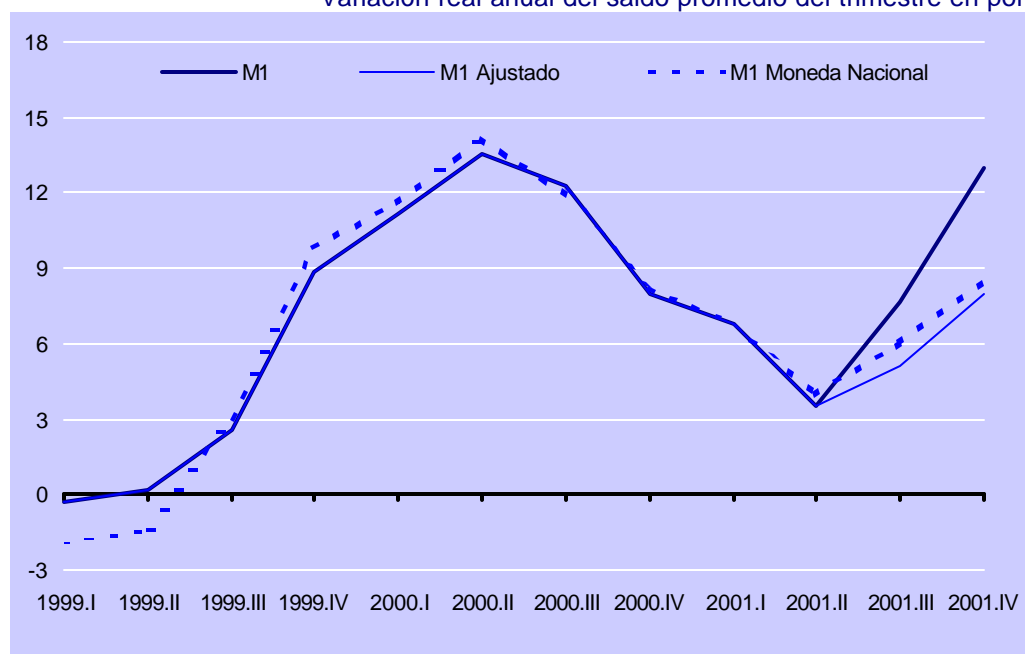
II.5.2. Agregados Monetarios

La tasa de crecimiento real anual promedio del saldo del medio circulante aumentó sensiblemente, pasando de 3.4 a 13.1 por ciento del segundo al cuarto trimestre. Lo anterior se explica fundamentalmente por el incremento observado en las cuentas de cheques en moneda extranjera, asociado a la operación de compra de Banamex por Citigroup. No obstante, al ajustar por este último efecto se observa que desde el tercer trimestre el medio circulante denominado en moneda nacional también registró un mayor ritmo de crecimiento (Gráfica 17).

Gráfica 17

Efecto de la Compra de Banamex por Citigroup sobre M1.

Variación real anual del saldo promedio del trimestre en por ciento



La demanda del agregado monetario estrecho en moneda nacional está determinada fundamentalmente por dos variables: el ingreso (PIB) y el costo de mantener activos líquidos (la tasa de interés que devengan los instrumentos financieros alternativos). Durante el segundo semestre del año el menor crecimiento del producto tuvo un efecto negativo sobre la demanda de este agregado. Sin embargo, en el periodo también ejercieron influencia al menos dos factores que más que compensaron el menor incremento del producto:

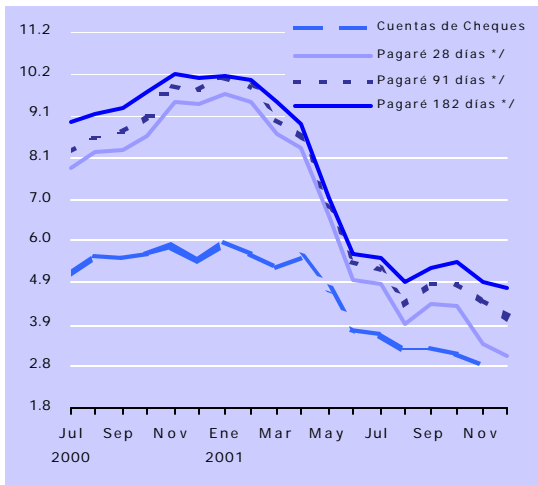
- (a) La reducción de alrededor de 10 puntos porcentuales de las principales tasas de interés disminuyó el costo de mantener activos líquidos (Gráfica 18); y

- (b) El diferencial entre el rendimiento que reciben las cuentas de cheques¹³ y el de la captación bancaria a plazo se estrechó sustancialmente (Gráfica 18). Estos cambios en los rendimientos relativos de los distintos instrumentos bancarios han dado lugar a una mayor demanda de activos más líquidos.

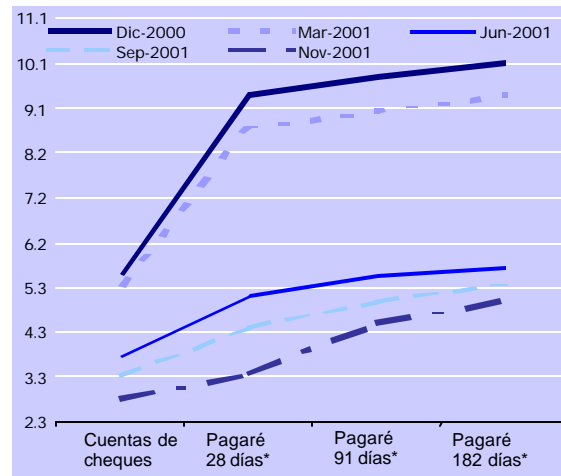
Gráfica 18

Rendimiento de las Cuentas de Cheques y de la Captación a Plazo

Tasas de Interés
Por ciento anual



Curva de Rendimientos de la Captación Bancaria en 2001
Por ciento anual



* Tasas de ventanilla

Existen otros aspectos institucionales de los medios de pago que han propiciado una modificación de la estructura del medio circulante. Por ejemplo, los depósitos en cuenta corriente (las llamadas cuentas de nómina) mostraron un notable vigor a lo largo de 2001. Lo anterior es atribuible al creciente número de usuarios de estas cuentas¹⁴. Es previsible que este fenómeno de bancarización continúe en el mediano plazo, como elemento natural del desarrollo del sistema financiero.

¹³ Alrededor del 60 por ciento de las cuentas de cheques reciben algún tipo de rendimiento.

¹⁴ Con información a septiembre de 2001, el número de tarjetas de débito activas había crecido en promedio 24 por ciento con respecto al año anterior. Fuente: Prosa.

Cuadro 11

Agregados Monetarios

Variación real anual de los saldos promedio en por ciento

	2001			
	ene-mar	abr-jun	jul-sep	oct-dic
M1	6.75	3.43	7.64	13.06
Billetes y Monedas en Poder del Público	7.35	3.13	6.26	4.88
Cuentas de Cheques M.N.	4.07	2.76	4.20	9.85
Cuentas de Cheques M.E.	6.46	-1.31	22.02	56.15
Depósitos en Cuenta Corriente	17.65	11.45	13.53	13.71
M4	6.44	6.49	8.81	9.99
Captación Bancaria	-10.32	-7.33	-3.08	0.89
Valores Públicos ^{1/ 2/}	37.08	30.39	28.83	25.48
Valores Privados ^{2/}	19.99	10.58	5.45	0.33
Fondos de Ahorro para el Retiro (sin Siefores) ^{3/}	18.26	17.26	14.80	13.75

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.

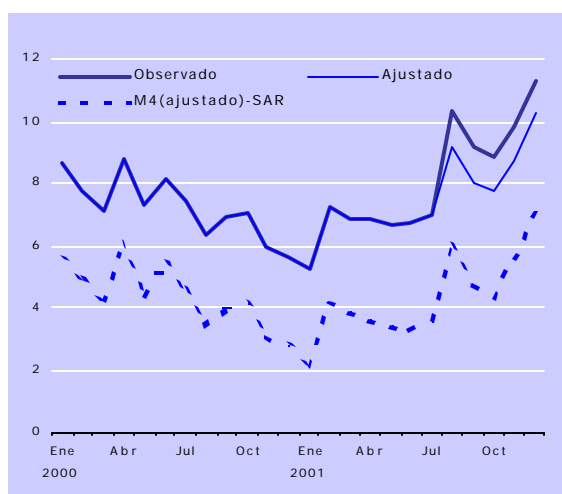
El saldo del agregado monetario amplio M4 creció en promedio en el último trimestre de 2001 a una tasa real anual de 10 por ciento. Al ajustarse dicho desempeño por el efecto de la compra de Banamex por Citigroup, la tasa se reduce a 8.9 por ciento. Gran parte del incremento del agregado monetario amplio se explica por el cuantioso flujo de ahorro obligatorio que ha venido asociado al sistema de ahorro para el retiro (incluyendo SIEFORES, INFONAVIT y otros fondos de retiro). Excluyendo dicho ahorro, el incremento real anual de M4 sería de 5.6 por ciento (Gráfica 19).

Gráfica 19

Agregado Monetario Amplio M4

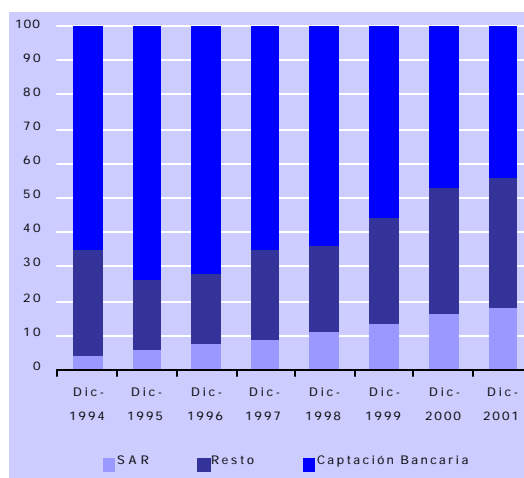
M4 Ajustado por el Efecto de la Compra de Banamex por Citigroup

Variación real anual en por ciento



Sistema de Ahorro para el Retiro, Captación Bancaria y Otros Valores

Por ciento de los saldos de M4



En el Cuadro 12 se presenta la variación de M4 desglosada por los sectores ahorradores y por el destino de dicho ahorro durante 2001. En general destaca que la expansión de M4 tuvo como contrapartida el crecimiento de la reserva internacional, el financiamiento al sector público, al IPAB y en menor medida, al sector privado. De forma particular cabe señalar lo siguiente:

- (a) El ahorro de residentes representó 7 por ciento del producto, mientras que el ahorro financiero de no residentes se contrajo. El ahorro generado por el SAR significó más de 30 por ciento del flujo anual de M4;
- (b) Alrededor de 18 por ciento del ahorro financiero tuvo como destino la acumulación de reservas internacionales;
- (c) La disminución del financiamiento al sector privado por parte de la banca comercial fue compensada por un incremento en el crédito que éste recibió de la banca de desarrollo y por una mayor tenencia de valores privados por parte de las Siefores; y
- (d) El sector público y el IPAB captaron montos importantes de recursos financieros internos (más de 50 por ciento del flujo anual de M4). Destaca también la importancia relativa que tuvieron las Siefores en el financiamiento al sector público.

Cuadro 12

Agregado Monetario Amplio M4 en 2001

Flujos efectivos en miles de millones de pesos y por ciento del PIB

Fuentes (M4)			Usos		
	pesos	%		pesos	%
Residentes	401.6	7.0	Reserva Internacional ^{1/}	70.0	1.2
SAR	127.5	2.2	Sector Privado	54.4	0.9
Siefores	84.4	1.5	Bca. Comercial	-13.3	-0.2
Otros fondos	43.1	0.8	Bca. Desarrollo	7.0	0.1
Resto	274.1	4.8	Siefores	13.0	0.2
No Residentes	-2.7	0.0	Fondos Vivienda	47.7	0.8
			Sector Público ^{2/}	108.7	1.9
			Bca. Comercial	6.5	0.1
			Bca. Desarrollo	-33.2	-0.6
			Siefores	69.5	1.2
			Otros	65.8	1.1
			IPAB ^{3/}	106.1	1.9
			Otros Conceptos Netos	59.7	1.0
Total	398.9	7.0	Total	398.9	7.0

1/ Este rubro tiene como contrapartida pasivos internos del Banco de México (principalmente base monetaria, BREMS y valores gubernamentales con propósitos de regulación monetaria, entre otros).

2/ Incluye el financiamiento bruto (crédito y valores) recibido por el Gobierno Federal, organismos y empresas públicos y estados y municipios en el mercado financiero interno. Excluye los valores colocados con propósitos de regulación monetaria.

3/ Incluye el financiamiento directo por parte de la banca y la colocación de BPAs. Excluye otras operaciones bancarias y programas especiales.

Un aspecto importante en cuanto al ahorro financiero es el plazo de vencimiento residual¹⁵, mismo que se fue extendiendo a lo largo de 2001. Lo anterior es especialmente reflejo del mayor plazo al cual se han venido colocando los títulos de deuda del sector público. Este comportamiento contrasta con el observado en la captación bancaria, la cual se ha concentrado en instrumentos de mayor liquidez y menor plazo (Cuadro 13).

Cuadro 13

Plazo de Vencimiento Residual del Ahorro Financiero en Moneda Nacional^{1/}

Días

	Dic-00	Mar-01	Jun-01	Sep-01	Dic-01
Total Ahorro Financiero	254	275	300	324	332
Captación Bancaria Total ^{2/}	18	14	14	12	12
Depósitos a Plazo	26	19	20	17	19
Valores del Sector Público ^{3/}	539	571	633	711	744
Valores Privados	536	560	577	560	559

1/ M2 menos billetes y monedas en poder del público. No se incluye el ahorro de los fondos de vivienda del SAR.

2/ Incluye depósitos a la vista.

3/ Incluye valores emitidos por el Gobierno Federal, el IPAB y el Banco de México.

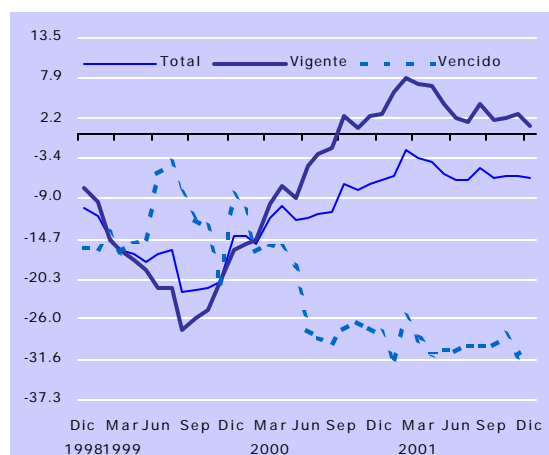
¹⁵ Se refiere al plazo que en promedio tienen para vencer los distintos instrumentos que conforman el ahorro financiero.

II.5.3. Financiamiento al Sector Privado

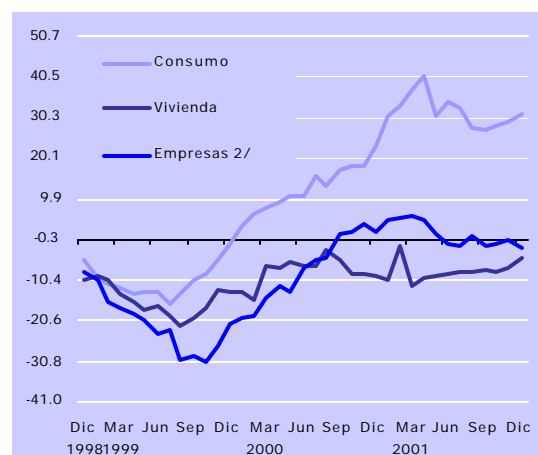
Durante el cuarto trimestre de 2001 la cartera de crédito vigente de la banca comercial con el sector privado continuó registrando variaciones reales positivas, si bien más bajas que al inicio del año. Así, este rubro del financiamiento mostró al cierre de diciembre un incremento real anual de 1 por ciento, mientras que en el primer trimestre del año había resultado de 6.9 por ciento (Gráfica 20). A la vez, se ha debilitado el incremento real del crédito al consumo. En el periodo objeto de este Informe dicho crédito mostró tasas de variación real anual inferiores en alrededor de diez puntos porcentuales a las prevalecientes al inicio de año.

Gráfica 20 Crédito Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado^{1/}
Variación real anual en por ciento

Crédito Total, Vigente y Vencido



Crédito Vigente por Destino



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

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

Tomando en consideración un universo más amplio de oferentes de recursos financieros, es posible apreciar lo siguiente:

- (a) El saldo del crédito otorgado por las Sofoles hipotecarias creció en noviembre de 2001 a una tasa real anual de 38.8 por ciento, lo cual contrasta con la reducción del crédito de ese tipo canalizado por la banca comercial;
- (b) En noviembre de 2001, el saldo del crédito concedido por las Sofoles automotrices aumentó 21.6 por ciento a tasa anual en términos reales. Por otra parte, el crédito bancario vigente destinado a la adquisición de bienes de consumo se incrementó 29.2 por ciento; y

- (c) El crédito bancario vigente, el otorgado por las Sofoles y el obtenido vía la colocación de papel comercial destinado a las empresas y personas físicas con actividad empresarial resultó en noviembre de 2001 muy similar al saldo observado en diciembre de 2000.

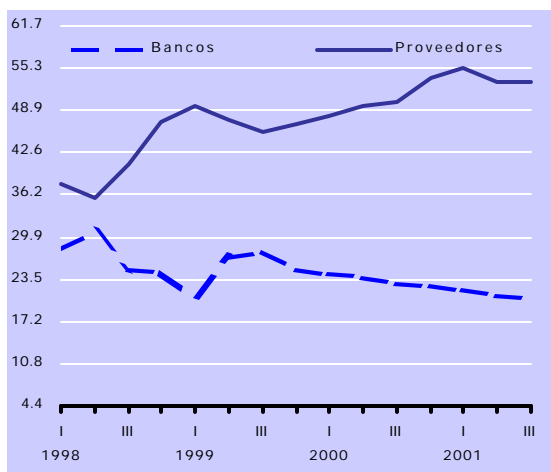
Un aspecto relevante a considerar es el efecto que sobre el mercado crediticio puede tener la incertidumbre prevaleciente en cuanto al entorno internacional y al repunte de la actividad económica. Al respecto, la encuesta trimestral sobre el mercado crediticio que levanta el Banco de México entre las empresas confirma que “la incertidumbre económica” ha cobrado mayor importancia como factor explicativo de una menor demanda de crédito. A la vez, el motivo “altas tasas de interés” ha perdido importancia en los últimos trimestres (Gráficas 21 y 22).

Gráfica 21

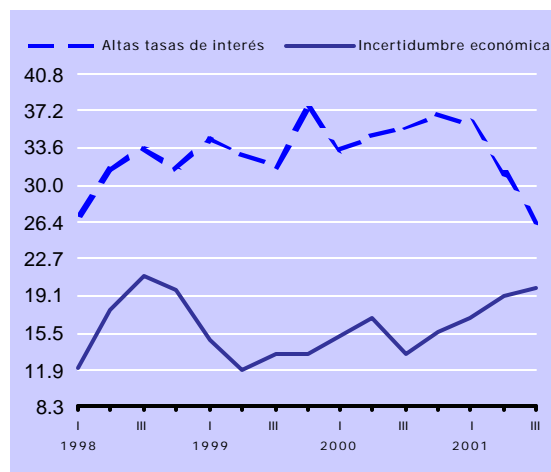
Encuesta Trimestral de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio.

Porcentaje de respuestas

Principales Fuentes de Financiamiento



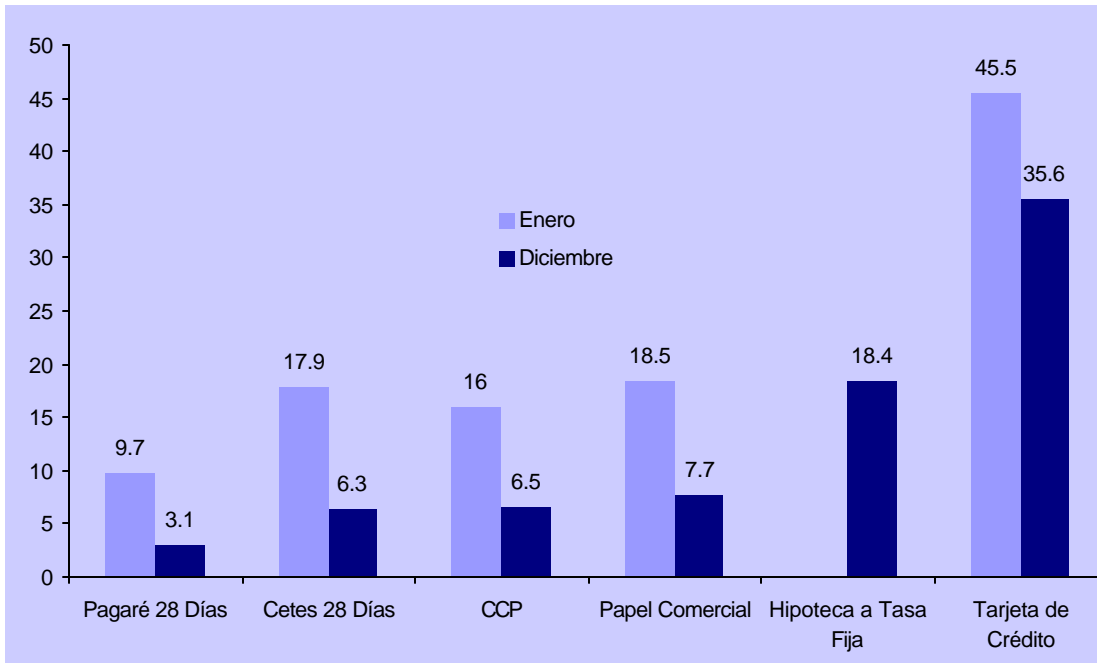
Motivos Para no Solicitar Crédito Bancario



Gráfica 22

Tasas de Interés en Enero y Diciembre de 2001

Por ciento anual



Fuente: Banco de México e INFOSEL.

III. Panorama General de la Economía en 2001 y Perspectivas del Sector Privado para 2002

Durante 2001 el desenvolvimiento de la economía mexicana fue mucho menos favorable que el previsto al inicio del año. Así, en el momento actual se anticipa que en 2001 el PIB haya registrado una ligera contracción (0.3 por ciento) con respecto a su nivel del año 2000. La principal causa a la que puede atribuirse este desempeño es la drástica desaceleración que registró en el año la economía mundial y, en particular, la de los Estados Unidos. Debido a que en esta ocasión la desaceleración de la economía nacional ha sido consecuencia de un entorno mundial adverso y no de desequilibrios internos, el ciclo económico del presente es claramente distinto de las crisis financieras y de balanza de pagos ocurridas en el pasado. Por ello, a pesar de las grandes perturbaciones a las que ha estado expuesta, la economía mexicana no experimentó a lo largo de 2001 inestabilidad de precios, elevaciones bruscas de las tasas de interés o depreciaciones cambiarias permanentes.

Para 2002 se anticipa que la economía de los Estados Unidos experimente un repunte a partir del segundo trimestre. La previsión es también que el crecimiento se acelere en el segundo semestre del año. Previsiblemente esta influencia expansiva sustentará la recuperación del crecimiento económico en México hacia la segunda mitad de 2002. En la primera parte del presente capítulo se hace un recuento breve de la evolución de la economía en 2001. A continuación, se presentan los pronósticos del sector privado con respecto a la evolución de las principales variables económicas en 2002.

III.1. Aspectos Sobresalientes de la Evolución de la Economía y de la Aplicación de la Política Monetaria en 2001

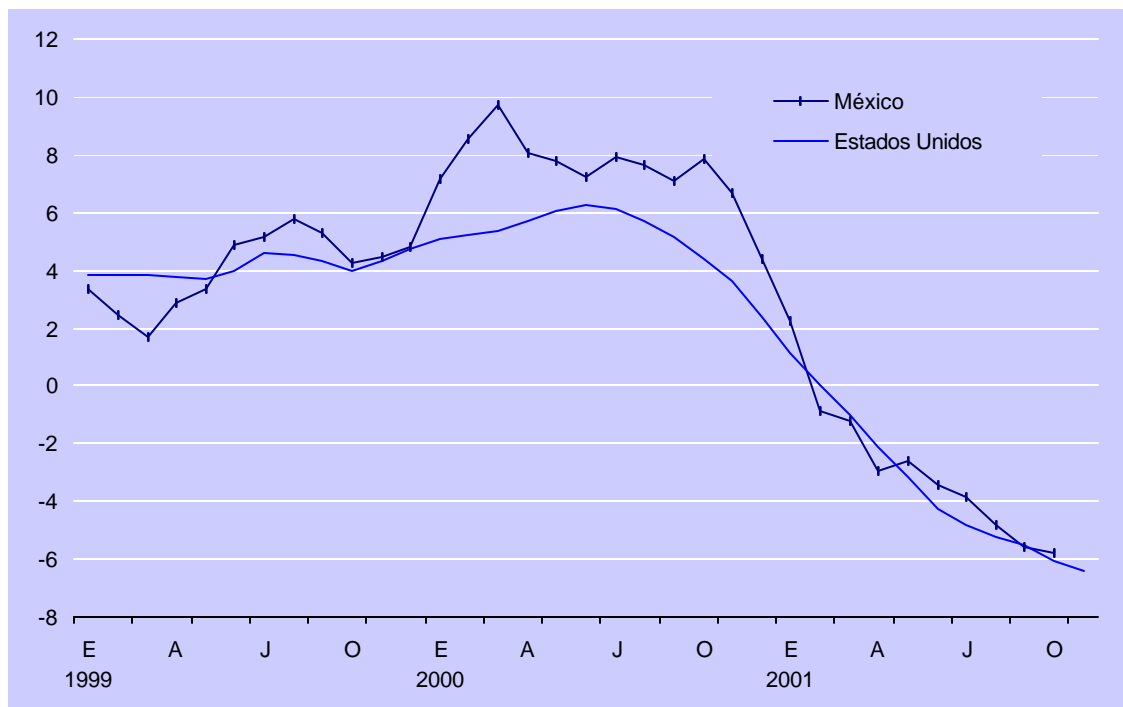
La evolución de la economía mexicana en 2001 estuvo condicionada de manera fundamental por la desaceleración de la de los Estados Unidos. El principal vínculo entre las dos economías es el intercambio comercial, siendo el sector manufacturero un

elemento clave. Casi 90 por ciento de las exportaciones de México que tienen como destino los Estados Unidos se integra por bienes manufacturados. En este sentido es importante destacar que la desaceleración del sector manufacturero en los Estados Unidos precedió a la de los otros sectores de esa economía. Por ello, ya desde los últimos meses de 2000 la actividad, las exportaciones y el empleo de la industria manufacturera en México empezaban a debilitarse. La contribución del sector manufacturero en los últimos años al crecimiento de la inversión y del empleo ha sido también un factor fundamental para entender la rápida desaceleración que sufrieron ambas variables en el primer semestre de 2001. Asimismo, es indudable que la caída pronunciada registrada por el empleo en el año influyó negativamente sobre el consumo del sector privado (Gráfica 23).

Gráfica 23

Producción Manufacturera en México y en los Estados Unidos

Media móvil de tres meses de la variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México y Bloomberg

La relevancia del sector manufacturero mexicano como generador de empleos y como destino de la inversión es uno de los factores que explica por qué el crecimiento en México se ha reducido más que en los Estados Unidos. Otros factores que también han contribuido a exacerbar la desaceleración son los siguientes:

- (a) El reducido nivel del crédito bancario al sector privado ha impedido que el sistema financiero mexicano mitigue,

como ha sucedido en los Estados Unidos, la caída de la inversión y del consumo; y

- (b) Después de un modesto desempeño en 1999, la elevada tasa de expansión económica registrada en México en el año 2000 permitió que el PIB observado se acercara en ese año a su nivel potencial. La recuperación se sustentó en el vigor de la inversión y del consumo, variables que en 1999 tuvieron un menor incremento. Esto último, como consecuencia del contagio financiero causado por la crisis rusa que tuvo lugar durante el segundo semestre de 1998. Por ello, aun en un entorno externo más favorable que el actual, la tasa de expansión en 2000 no resultaba sostenible.

El desenvolvimiento adverso que tuvo la producción en 2001 incidió negativamente sobre la creación de empleos, ya que durante ese año el número de trabajadores, eventuales urbanos y permanentes, afiliados al IMSS se redujo en 382,631 plazas (3.1 por ciento). Este desenlace se explica fundamentalmente por la pérdida de empleos que experimentó el sector manufacturero.

La estrecha vinculación que se dio a lo largo de 2001 entre el crecimiento de los principales componentes de la demanda agregada y el de la producción indujo una desaceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones. Como consecuencia de lo anterior, la ampliación del déficit de la cuenta corriente resultó significativamente inferior a la que se había previsto. Este fenómeno, junto con la abundante oferta de capitales del exterior que prevaleció durante el año, contribuyó a la apreciación que experimentó la moneda nacional en 2001.

La economía mexicana reaccionó a la desaceleración económica mundial de manera ordenada y los mercados financieros mostraron un comportamiento favorable. A lo largo de 2001 el tipo de cambio se mantuvo estable, el nivel de la inversión extranjera fue elevado y las tasas de interés experimentaron disminuciones continuas. Estos resultados se fincaron en gran medida en las fortalezas con que cuenta la economía de México. Entre éstas destacan las siguientes:

- (a) un régimen de tipo de cambio flexible;
- (b) una política fiscal prudente;
- (c) una administración de la deuda pública encaminada a reducir la concentración de las amortizaciones;

- (d) una política monetaria orientada al cumplimiento de los objetivos de inflación; y
- (e) un sistema financiero fortalecido.

En relación con la evolución de la política fiscal en 2001, cabe resaltar el enorme esfuerzo que se desplegó para alcanzar el objetivo de déficit público, en un entorno de franca desaceleración económica. Este esfuerzo comprendió tanto medidas de fiscalización que contribuyeron a aumentar la eficiencia tributaria, como un manejo apropiado del gasto en respuesta a la pérdida de ingresos.

En 2001 el H. Congreso de la Unión aprobó una trascendental reforma financiera, la cual contribuirá a mejorar la competencia entre las instituciones financieras, la calidad del gobierno corporativo y la protección de los derechos de los accionistas minoritarios, así como a reducir los costos de regulación y supervisión. Lo anterior promoverá el sano desarrollo del sistema financiero y la reactivación del crédito al sector privado.

Los resultados positivos observados en los mercados financieros nacionales son en buena medida atribuibles a que los mercados internacionales de capital discriminaron, mejor que en el pasado, entre aquellas economías con fundamentos sólidos y las que presentan vulnerabilidades importantes. Esto se reflejó claramente en el comportamiento diferenciado que a lo largo de 2001 exhibieron los indicadores del riesgo país de los principales mercados emergentes (Cuadro 14).

Cuadro 14

Sobretasa del Rendimiento del EMBI+

Puntos base

	Diciembre 1999	Diciembre 2000	Diciembre 2001
EMBI + ¹	824	756	731
EMBI + sin Argentina y sin Turquía	n.d.	750	617
Latinoamérica	597	706	833
Argentina	533	773	4372
Brasil	636	749	863
Colombia	423	755	514
Ecuador	3353	1415	1233
México	363	392	308
Panamá	410	501	409
Perú	443	687	521
Venezuela	844	958	1130
Asia	221	489	356
Corea del Sur	142	218	121
Rusia	2432	1172	669
Filipinas	324	644	466
Europa	1762	988	621
Bulgaria	626	772	433
Polonia	212	241	195
Turquía	420	800	707

1/ El EMBI + es un índice de rendimientos que incluye bonos Brady denominados en dólares estadounidenses, préstamos, Eurobonos e instrumentos de mercados locales denominados en dólares estadounidenses.

Si bien en 2001, por primera vez desde 1995, la economía mexicana registró una variación anual negativa del PIB, la recesión actual ha resultado la menos profunda de los últimos 20 años y es la única en la cual las variables financieras han mostrado un comportamiento estable. La caída que experimentó el PIB en 2001, además de ser la más leve en las últimas dos décadas, es la que ha venido acompañada de una contracción menos drástica de la inversión (Cuadro 15). Asimismo, destaca que en esta etapa recesiva también se ha observado un descenso importante de la inflación y de las tasas de interés, así como una apreciación del tipo de cambio.

Cuadro 15

Indicadores de la Economía Mexicana: 1981-2001

	PIB	Consumo	Formación Bruta de Capital Fijo	Inflación (Diciembre a Diciembre)	Depreciación Cambiaria (Diciembre a Diciembre)	Tasas de interés (Promedio)		Cuenta Corriente
	(Tasa de Crecimiento Anual)					(Cambio diciembre a diciembre)		(% PIB)
1981	8.5	7.4	15.9	28.7	11.9	30.8	5.4	-6.1
1982	-0.5	-0.8	-16.8	98.8	209.9	45.7	24.5	-3.1
1983	-3.5	-3.4	-27.8	80.8	76.4	59.5	-3.9	3.7
1984	3.4	3.4	6.6	59.2	33.8	49.7	-4.6	2.3
1985	2.2	2.8	8.2	63.8	86.8	63.7	25.5	0.4
1986	-3.1	-1.7	-11.6	105.8	150.7	73.9	30.7	-1.0
1987	1.7	-0.1	0.4	159.2	125.6	102.8	25.6	2.9
1988	1.3	1.0	5.8	51.7	13.6	58.6	-79.6	-1.3
1989	4.1	6.6	5.8	19.7	15.3	44.8	-11.3	-2.6
1990	5.2	6.0	13.1	29.9	11.8	35.0	-14.4	-2.9
1991	4.2	4.8	11.0	18.8	4.4	19.8	-8.5	-4.7
1992	3.5	4.3	10.8	11.9	1.6	15.9	0.2	-6.7
1993	1.9	1.6	-2.5	8.0	-0.3	15.5	-5.8	-5.8
1994	4.5	4.4	8.4	7.1	26.5	14.6	7.9	-7.0
1995	-6.2	-8.4	-29.0	52.0	94.9	48.2	28.4	-0.5
1996	5.1	1.8	16.4	27.7	2.8	32.9	-21.5	-0.7
1997	6.8	6.0	21.0	15.7	3.3	21.3	-6.6	-1.9
1998	4.9	5.0	10.3	18.6	21.8	26.2	14.5	-3.8
1999	3.8	4.2	7.7	12.3	-5.0	22.4	-16.7	-2.9
2000	6.9	8.7	10.0	9.0	0.3	16.2	-0.2	-3.1
2001/e	-0.3	2.4	-6.2	4.4	-2.9	12.2	-9.9	-2.9

e/ Estimación

La desaceleración económica, la estabilidad del tipo de cambio y las medidas restrictivas de política monetaria instrumentadas durante la segunda mitad de 2000 y en enero de 2001, coadyuvieron a que se obtuviera una reducción rápida de la inflación. Así, en 2001 la inflación anual del INPC se redujo de 8.96 por ciento al cierre del año precedente a 4.40 por ciento. Por otra parte, en el mismo lapso la inflación anual subyacente pasó de 7.52 a 5.08 por ciento.

Como se ha visto, la inflación del INPC tuvo en 2001 un mejor desempeño que la subyacente y se ubicó al cierre del año en un nivel inferior. Esto se explica por el comportamiento tan benigno que mostraron los precios de los bienes agropecuarios y de los bienes administrados y concertados, y que muy probablemente resulte transitorio. Asimismo, la inflación subyacente de las mercancías volvió a registrar un mayor descenso que la de los servicios. En lo que se refiere a los precios de las mercancías este resultado obedeció principalmente a la apreciación del tipo de cambio. En lo que hace a los servicios, se explica por los elevados aumentos registrados por los salarios y los costos unitarios de la mano de obra.

III.2. Perspectivas del Sector Privado para 2002¹⁶

Durante el trimestre octubre-diciembre de 2001, los consultores del sector privado revisaron sus pronósticos respecto a la evolución de las principales variables macroeconómicas en 2002 en el sentido siguiente: un menor crecimiento económico, una caída del precio del petróleo y una ligera reducción de la inflación.

III.2.1. Pronóstico sobre los Principales Determinantes de la Inflación

Los analistas financieros del sector privado siguen considerando que en 2002 prevalecerá un entorno externo desfavorable. Al respecto cabe destacar lo siguiente:

- (a) Las estimaciones del sector privado nacional relativas al crecimiento anual de la economía de los Estados Unidos en el año 2001 se corrigieron ligeramente al alza, pasando de 0.8 por ciento en septiembre a 1 por ciento en diciembre. En contraste, la tasa de crecimiento esperada para la economía estadounidense en 2002 fue revisada de 1.8 por ciento en septiembre a 1.1 por ciento en diciembre. Al momento de publicar este Informe el pronóstico promedio de los analistas de los Estados Unidos respecto a la contracción de la economía de ese país en el cuarto trimestre de 2001 es de 1.3 por ciento. Por otra parte, la expectativa para el año en su conjunto se ubica en una expansión de 1 por ciento¹⁷. Para 2002, se espera una recuperación a partir del segundo trimestre y un crecimiento anual de 0.9 por ciento. Resulta interesante destacar que en las primeras semanas de 2002 los principales bancos de inversión internacionales revisaron al alza sus pronósticos de crecimiento para los Estados Unidos en 2002. Actualmente, el promedio de dicho pronóstico emitido por tres corredurías¹⁸ es de 1 por ciento (Cuadro 16).

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

¹⁷ Fuente: Consensus Forecasts, 10 de diciembre de 2001. El pronóstico para el cuarto trimestre corresponde al crecimiento trimestral anualizado.

¹⁸ Goldman Sachs, JP Morgan y Deutsche Bank

Cuadro 16

Expectativas de Crecimiento del PIB de los Estados Unidos

Variación trimestral anualizada en por ciento

	2001		2002				
	IV	Anual	I	II	III	IV	Anual
Consensus Forecasts	-1.3	1.0	0.1	2.3	3.0	4.6	0.9
Deutsche Bank	-2.0	1.0	0.5	2.5	3.8	4.4	0.7
Goldman Sachs	-1.5	1.0	2.0	3.0	2.0	2.5	1.0
JP Morgan	-2.0	1.0	1.0	4.0	4.5	3.5	1.2
Promedio*	-1.8	1.0	1.2	3.2	3.4	3.5	1.0

*Promedio de las estimaciones de las corredurías de Deutsche Bank, Goldman Sachs y JP Morgan.

- (b) Los analistas nacionales esperan que en 2002 el precio promedio de la mezcla mexicana sea de 15.56 dólares por barril.¹⁹

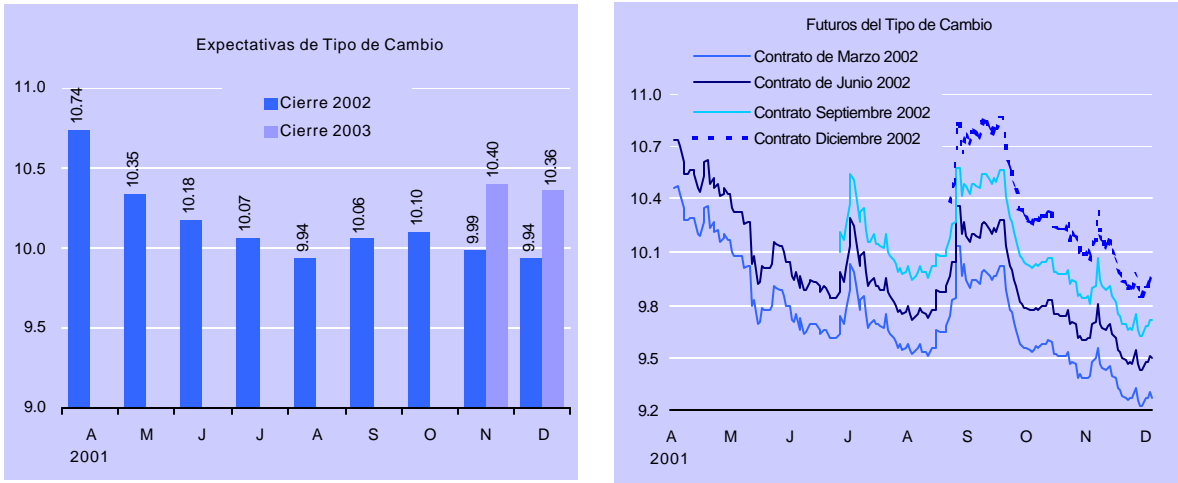
El pronóstico para el nivel del tipo de cambio al final de 2002 fue ajustado a la baja durante diciembre. Al cierre de septiembre la estimación del sector privado era que el tipo de cambio en diciembre de 2002 sería de 10.06 pesos por dólar. Esta predicción se ajustó en diciembre a 9.94 pesos por dólar. Por otra parte, el precio de los futuros del peso para el final de 2002 se redujo de 10.80 pesos por dólar en septiembre a 9.96 pesos por dólar en diciembre (Gráfica 24). Finalmente, los especialistas encuestados estiman que el tipo de cambio se ubicará en diciembre de 2003 en 10.40 pesos por dólar.

¹⁹ Por otra parte, si se toman en cuenta las cotizaciones a futuro del precio internacional del petróleo WTI al 17 de diciembre, así como la diferencia con el precio de la mezcla mexicana en ese mismo mes, se estima un precio promedio de la mezcla mexicana de 12.59 dólares por barril para 2002.

Gráfica 24

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

Pesos por dólar



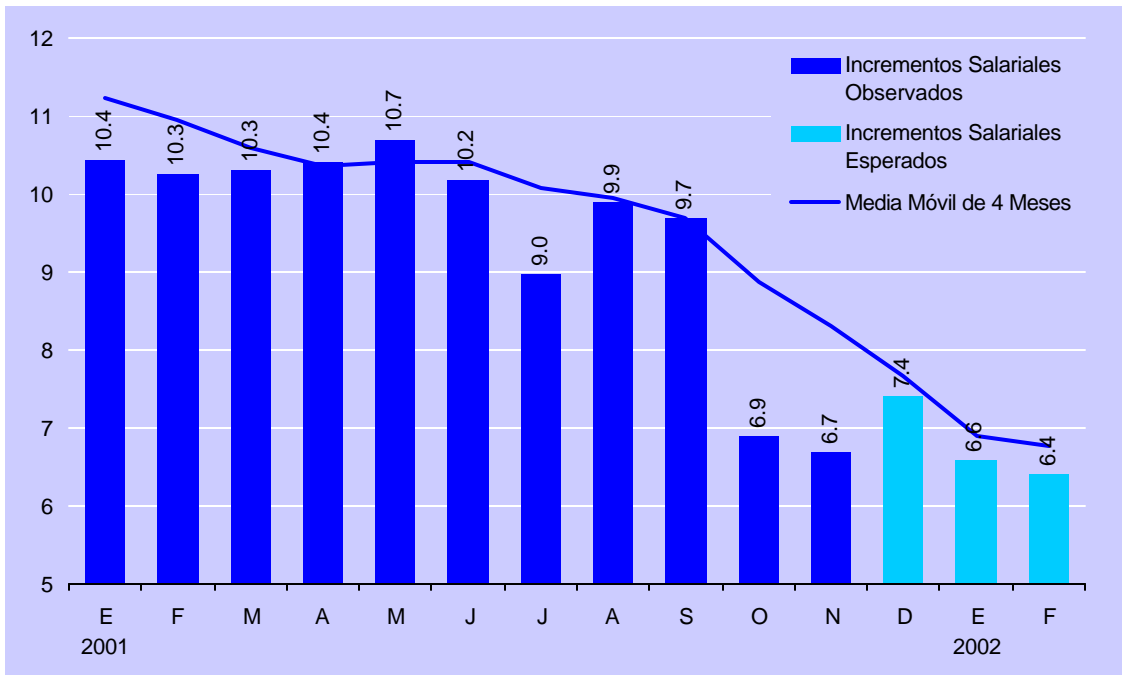
Fuente: Bloomberg y Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

Los incrementos de los salarios contractuales previstos por los analistas para enero y febrero de 2002 son de 6.6 y 6.4 por ciento, respectivamente (Gráfica 25).

Gráfica 25

Incrementos Salariales Contractuales

Variación anual en por ciento



Fuente: Secretaría del Trabajo y Previsión Social. Para enero y febrero 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 diciembre de 2001.

En contraste con el aumento que los consultores esperaban en septiembre (0.21 por ciento), en la última encuesta de 2001 pronosticaron una contracción real del PIB para ese año de 0.26 por ciento. También estimaron déficit anuales de la balanza comercial y de la cuenta corriente menores que los señalados en septiembre, habiéndose modificado las cifras respectivas de 9,001 a 8,999 millones de dólares y de 18,413 a 16,902 millones. Para 2001 los consultores encuestados en diciembre preveían una caída de las exportaciones no petroleras de 1.8 por ciento y una disminución de las exportaciones petroleras de 20.1 por ciento. Por otra parte, anticipaban que las importaciones disminuirían 2.9 por ciento. Finalmente, los analistas corrigieron significativamente su estimación respecto al flujo de inversión extranjera directa para 2001, modificándolo de 17,684 millones de dólares en septiembre a 25,305 millones en diciembre.

El pronóstico relativo al crecimiento real del PIB en 2002 se ajustó a la baja, pasando de 2.9 por ciento en la encuesta de septiembre a 1.4 por ciento en la de diciembre. A la vez, para el cierre del año se anticipan déficit respectivos de la balanza comercial y de la cuenta corriente de 10,934 y 20,163 millones de dólares. La expectativa relativa al flujo anual de inversión extranjera directa aumentó de 13,885 millones de dólares en septiembre a 14,515 millones de dólares en diciembre. La predicción en cuanto al crecimiento anual del PIB en 2003 es de 4 por ciento.

Los indicadores sobre el clima de los negocios para las actividades productivas del sector privado y el nivel de confianza aún muestran un escenario de debilidad pero ligeramente más favorable que el reportado en septiembre. El 18 por ciento de los analistas consultados expresó que durante el próximo semestre el ambiente de los negocios será propicio, 39 por ciento mencionó que se mantendrá sin cambio y el resto de los encuestados señaló que se deteriorará.

En opinión de los especialistas del sector privado, los principales factores susceptibles de entorpecer la actividad económica durante los próximos seis meses son los siguientes: la debilidad de los mercados externos y de la economía mundial (32 por ciento de las respuestas); el nivel del precio del petróleo (19 por ciento de las respuestas); la debilidad del mercado interno y la incertidumbre sobre la situación económica interna (7 por ciento de las respuestas de cada uno de ellos); y la inestabilidad financiera internacional (6 por ciento de las respuestas).

III.2.2. Expectativas del Sector Privado sobre la Inflación

Los pronósticos respecto a la inflación mensual para enero, febrero y marzo de 2002 reportados en la encuesta de diciembre de 2001 son, respectivamente, de 0.92, 0.48 y 0.39 por ciento. Según dichos pronósticos la inflación anual pasaría de 4.4 por ciento en diciembre de 2001 a 5.1 por ciento en marzo de 2002.

La predicción relativa a la inflación anual para los siguientes doce meses se redujo de 5.72 por ciento en septiembre de 2001 a 5.08 por ciento en diciembre. La referente al cierre de 2002 se modificó de 5.24 por ciento en septiembre a 4.92 por ciento en diciembre (Gráfica 26). Finalmente, la expectativa recabada respecto a la inflación en 2003 fue de 4.15 por ciento.

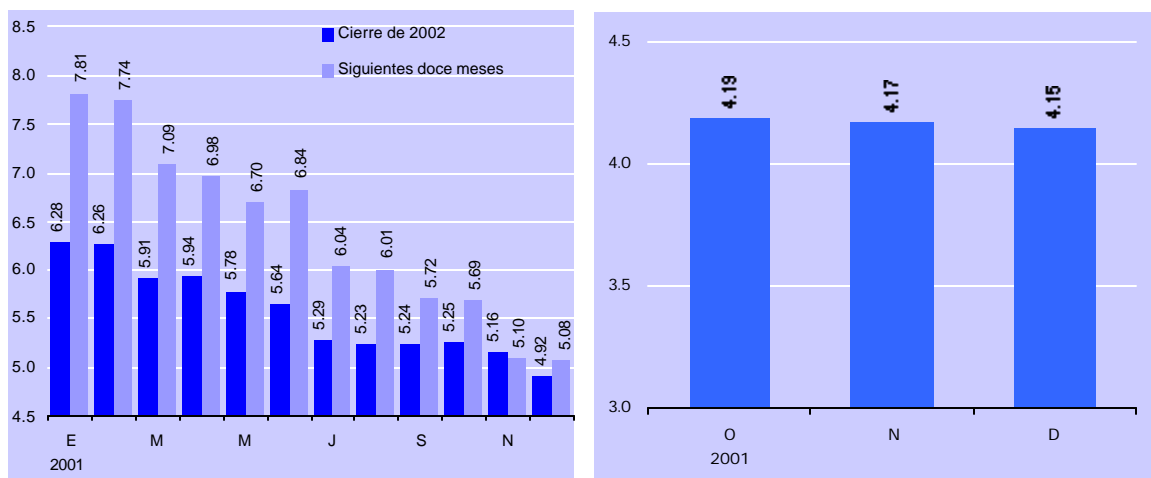
Gráfica 26

Evolución de las Expectativas de Inflación

Variación anual en por ciento

Cierre de 2002 y Sigüientes 12 meses

Cierre de 2003



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

IV. Programa Monetario para 2002

Como se ha comentado en los programas monetarios de años anteriores, el esquema de política monetaria del Banco de México ha ido modificándose en respuesta a los cambios que ha experimentado la economía nacional. Recientemente esta evolución ha resultado en la adopción formal de un esquema de objetivos de inflación. Las características principales de este régimen monetario son las siguientes:

- (a) El reconocimiento de la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria;
- (b) El establecimiento y anuncio de metas de inflación de corto y mediano plazos;
- (c) La consolidación de una autoridad monetaria autónoma;
- (d) La aplicación de la política monetaria en un marco de transparencia, el cual se sustenta en una estrategia de comunicación abierta respecto de los objetivos, instrumentos y decisiones de la autoridad monetaria;
- (e) El análisis permanente de todas las fuentes potenciales de presiones inflacionarias, con el fin de evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios; y
- (f) El uso de mediciones alternativas de la inflación, como la inflación subyacente. Ello, a fin de distinguir aquellos fenómenos que inciden de manera transitoria sobre la inflación e identificar la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios.

Para alcanzar las metas propuestas, en los últimos años las acciones de política monetaria se han sustentado en un análisis continuo y profundo de las presiones inflacionarias de corto y mediano plazos. En aquellos casos en que dicho análisis ha indicado que la inflación será, en el mediano plazo, incompatible con los objetivos, la postura de la política monetaria se ha modificado. Ello, con la finalidad de inducir las condiciones monetarias propicias para reestablecer la congruencia entre los pronósticos y las metas.

Un aspecto del actual esquema de política monetaria que merece ser destacado es el énfasis que pone en la transparencia y la comunicación respecto de las motivaciones y acciones de la autoridad monetaria. Estos elementos, además de ser parte fundamental del proceso de rendición de cuentas que un ente autónomo como el Banco de México está obligado a cumplir, contribuyen a reducir el costo social del abatimiento de la inflación. Lo anterior, debido principalmente a que aumentan la eficiencia de la política monetaria, lo cual se explica por las siguientes consideraciones:

- (a) Al haber transparencia los participantes en los mercados financieros pueden anticipar las acciones del Banco Central ante escenarios diversos. Ello evita que las medidas de política se conviertan en una causa adicional de inestabilidad;
- (b) Al ocurrir perturbaciones de algunos precios que generen desviaciones de corto plazo de la inflación con respecto al objetivo, las metas de mediano plazo se convierten en el ancla nominal que mitiga la revisión de las expectativas inflacionarias;
- (c) El conocimiento de los objetivos de inflación por parte del público facilita la convergencia de las expectativas correspondientes con las metas. Por ejemplo, es importante que los trabajadores y los empresarios se convenzan de que en el futuro los salarios reales no se verán erosionados por la inflación y que, en un contexto de estabilidad, las empresas no podrán repercutir en los precios finales aumentos excesivos de los salarios nominales. Ello facilita que en las negociaciones de los salarios contractuales, las revisiones se sustenten en los incrementos previsibles de la productividad y en la inflación esperada;
- (d) Las acciones de política monetaria de naturaleza preventiva reducen el costo del proceso desinflacionario. Primero, porque surten efecto con un rezago y, segundo, porque es menos costoso prevenir un repunte inflacionario que revertirlo;
- (e) Al explicar a la sociedad los beneficios de la estabilidad de precios el Banco Central puede influir sobre otras políticas macroeconómicas, para que éstas concuerden con los esfuerzos de estabilización; y

- (f) El esquema de objetivos de inflación, al igual que el régimen de tipo de cambio flexible, contribuye a debilitar la transmisión de los movimientos cambiarios hacia los precios internos. Al existir un objetivo de inflación creíble, se reduce la probabilidad de que se adopten políticas económicas acomodaticias y el público cobra conciencia de que la autoridad monetaria reaccionará oportunamente ante cualquier desviación que surja entre la inflación y el objetivo.

* * *

En la siguiente sección se describen los principales elementos del Programa Monetario para 2002. A continuación, se esboza la evolución que se espera de las principales variables macroeconómicas en el año y los factores de riesgo que previsiblemente se considera podrían alterar estos pronósticos. Por último, se explica la posible reacción de la política monetaria de materializarse alguno de estos escenarios alternativos.

IV.1. Elementos del Programa Monetario

Los principales elementos que conforman el Programa Monetario para 2002 son:

- (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.
- (d) La política de comunicación con el público.

IV.1.1. Objetivos del Programa

El objetivo prioritario del Banco de México, consagrado en la Constitución, es el de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. En otras palabras, la tarea encomendada al banco central es alcanzar y mantener un entorno de inflación baja y estable. Lo anterior, debido a que es a través de la consecución de este objetivo como un banco central puede hacer su mayor contribución a aumentar el bienestar de la población. El Banco de México también tiene entre sus finalidades promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen

funcionamiento de los sistemas de pagos. Es a través de procurar la estabilidad de precios y mediante el ejercicio de sus facultades de regulación y supervisión como el Instituto Central atiende este segundo objetivo.

La encomienda anterior se sustenta en la profusa evidencia que se ha encontrado relativa a los efectos nocivos de la inflación. En particular, los diversos estudios indican que la inflación incide de la siguiente manera sobre cinco aspectos fundamentales del desempeño de una economía:

- (a) limita la expansión de la producción;
- (b) obstaculiza severamente la mejoría de los salarios reales;
- (c) inhibe el desarrollo de los mercados financieros;
- (d) lleva a un deterioro de la distribución del ingreso; y
- (e) debilita las finanzas públicas.

Es por las razones expuestas que la consolidación del proceso de estabilización iniciado en 1996 constituye una condición indispensable para alcanzar un crecimiento económico rápido y sostenido. A partir de los elevados niveles de inflación que se registraron en México después de la crisis de 1994-1995, el ritmo del incremento anual de los precios ha disminuido casi ininterrumpidamente. Como parte de una estrategia de reducción gradual de la inflación, la Junta de Gobierno del Banco de México propuso en 2000, como meta de mediano plazo, alcanzar al cierre del año 2003 una inflación de aproximadamente 3 por ciento. Asimismo, en el Programa Monetario de 2000 se fijó como meta para el cierre de 2002 lograr una inflación que no exceda de 4.5 por ciento. Estos son los objetivos que guiarán la conducción de la política monetaria durante el año en curso.

En un entorno de inflación baja o moderada, la volatilidad de los precios de los bienes y servicios que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente tiene una incidencia relativamente mayor sobre la inflación medida por el INPC. Por ello, en las circunstancias actuales en México, la evolución del índice de precios subyacente se ha convertido en un indicador más confiable de la tendencia de la inflación. Debido a lo anterior, en el presente la evolución de la inflación subyacente es un elemento crucial para evaluar si las acciones de la autoridad monetaria son compatibles con los objetivos de inflación de mediano plazo. Ello se debe a que las fluctuaciones de los precios que se excluyen del cálculo de la subyacente y que ocasionan variaciones importantes de la inflación

general tienen, con una alta probabilidad, un carácter transitorio. En la medida en que la postura de la política monetaria se oriente a lograr que la inflación subyacente sea congruente con los objetivos propuestos, la inflación general tenderá también a situarse alrededor de las metas. En algunos casos, podrá diferir de los objetivos del Banco Central debido a aumentos imprevistos de los precios de los bienes agrícolas o de los precios administrados y concertados. Sin embargo, una vez que se absorba el impacto de estas perturbaciones, la inflación del INPC tenderá a converger con la subyacente. Ante estas situaciones, el reto principal de la autoridad monetaria consistirá en evitar que las perturbaciones de la inflación general contaminen el proceso de formación de las expectativas.

Otra perturbación que pudiera afectar el cumplimiento del objetivo es la asociada a los movimientos del tipo de cambio. En los periodos en los cuales la economía requiere de una depreciación del tipo de cambio real, suelen experimentarse presiones inflacionarias no anticipadas. Si en una coyuntura semejante, la autoridad monetaria quisiera cumplir a toda costa con sus objetivos de inflación de corto plazo, tendría que inducir un movimiento en sentido contrario en el resto de los precios de la economía, de magnitud suficiente para compensar los impactos inflacionarios del ajuste del tipo de cambio. Debido a la inflexibilidad a la baja que exhiben casi todos los precios, esta corrección sería prácticamente imposible de conseguir en el corto plazo sin que sus costos resultaran excesivamente onerosos en términos de empleo y producción. En consecuencia, ante un escenario como el descrito, el Banco de México, siguiendo la práctica de la mayoría de los bancos centrales del mundo, no compensaría totalmente el impacto inflacionario directo de la depreciación cambiaria, lo cual podría redundar en una desviación transitoria de la inflación con respecto a los objetivos de corto plazo. En dicho escenario, el Banco de México restringiría la política monetaria en el grado necesario para evitar la generación de efectos duraderos sobre las expectativas inflacionarias y sobre la inflación misma. De esta manera, el propósito es que las perturbaciones aludidas tengan tan sólo un impacto temporal sobre la inflación. Una vez absorbidas, el crecimiento de los precios regresaría a la trayectoria establecida originalmente.

Cabe suponer que en tiempos recientes el impacto potencial sobre la inflación de los movimientos cambiarios podría haberse reducido. Si bien todavía no se cuenta con evidencia estadística que demuestre esta hipótesis, la experiencia de varias economías abiertas, con un grado de desarrollo similar al de México, con un tipo de cambio flexible y con un esquema de

objetivos de inflación, sugiere que este debería ser el caso. Ello, como consecuencia de los siguientes factores:

- (a) En una economía con inflación baja y con un régimen de tipo de cambio flexible, los movimientos cambiarios no necesariamente resultan permanentes. Por ello, no deberían inducir reacciones automáticas por parte de los fijadores de precios;
- (b) En una economía estable, los movimientos del tipo de cambio tienden a interpretarse como una variación de precios relativos y no como una señal de inflación futura; y
- (c) Al aumentar la credibilidad en los objetivos de inflación, disminuye la expectativa de que la autoridad siga una política monetaria acomodaticia.

Debido a la influencia de estos factores, es probable que en la medida en que se consolide la estabilidad, la transmisión de los movimientos cambiarios a los precios internos se vuelva más débil y tal vez más simétrica.

Cuando los incrementos salariales nominales son incompatibles con las ganancias en productividad más los objetivos de inflación, elevan considerablemente el costo social del proceso desinflacionario. Esto obedece a que, como secuela de dichos aumentos, suben los costos de producción de las empresas. Al enfrentar esta situación, una vez agotadas las posibilidades de absorber los mayores costos aceptando una reducción de las utilidades, las empresas suelen trasladarlos al consumidor a través de alzas en sus precios. Si la autoridad monetaria valida con sus acciones estos aumentos, la inflación tiende a incrementarse y ello reduce o anula las ganancias pretendidas del salario real.

Por otra parte, si ante esa situación la autoridad monetaria reaccionara restrictivamente, el resultado que puede esperarse sería una contracción de las utilidades de las empresas y, por tanto, de la inversión y del empleo. En suma, la economía se vería sumergida en un entorno de bajo o nulo crecimiento. La meta de inflación se habría logrado, pero el costo social del ajuste resultaría muy oneroso.

El argumento anterior ilustra claramente la necesidad de que las revisiones salariales contractuales se sustenten en expectativas de inflación compatibles con los objetivos anunciados. De esa manera se reducirá el costo del proceso desinflacionario y éste podrá avanzar de acuerdo con lo programado.

Un factor que ha coadyuvado a que se hayan alcanzado los objetivos de inflación en los últimos tres años es el cumplimiento de los compromisos en el ámbito de las finanzas públicas. Ahora bien, los aumentos recientes en los impuestos indirectos pueden dar lugar en el corto plazo a efectos alcistas sobre los precios. No obstante lo anterior, si la acción preventiva de la autoridad monetaria logra evitar el surgimiento de efectos secundarios, la inflación regresará al paso de poco tiempo a la trayectoria originalmente planteada.

La discusión anterior ilustra con nitidez los elementos que se consideran necesarios para alcanzar, en primera instancia, la meta de inflación propuesta para 2002 y, ulteriormente, la convergencia en 2003 con el objetivo de inflación de aproximadamente 3 por ciento:

- (a) Una política monetaria compatible con las metas adoptadas;
- (b) Ajustes de los precios administrados y concertados por el sector público en concordancia con los objetivos de inflación;
- (c) Incrementos salariales compatibles con las ganancias sostenibles en la productividad y con la meta de inflación;
- (d) Ausencia de perturbaciones externas severas –tales como un deterioro drástico de los términos de intercambio o una reducción repentina de la oferta de capitales externos– que lleven a una depreciación considerable del tipo de cambio real; y
- (e) Una postura fiscal estructuralmente sólida;

El Banco de México evaluará en los informes trimestrales sobre la inflación que publique en 2002 las consecuencias del eventual incumplimiento de una o más de las condiciones enunciadas. Asimismo, la institución procurará pronosticar la velocidad a la cual la perturbación inflacionaria podría ser absorbida. Obviamente, este ejercicio estaría sujeto a un grado considerable de incertidumbre.

IV.1.2. Instrumentación de la Política Monetaria

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. Para ello, 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. De esta manera, por ejemplo, un objetivo de saldo acumulado igual a cero es indicativo de la intención del Banco Central de satisfacer, a tasas de interés de mercado, toda la demanda de billetes y, por tanto, de proporcionar los recursos necesarios para que la banca en su conjunto no se vea obligada a incurrir en sobregiros o a acumular saldos positivos no deseados al finalizar el periodo de cómputo.

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. Esto se intenta mediante la obtención de los recursos faltantes en el mercado de dinero. La circunstancia descrita envía al mercado una señal de que el Banco de México ha adoptado una postura restrictiva de política monetaria.

Cuando el Banco de México adopta un objetivo de saldos acumulados negativo no retira dinero de la circulación, ya que siempre proporciona el crédito suficiente para atender plenamente la demanda de billetes y monedas. La diferencia reside en que cuando dicho objetivo es negativo parte de ese crédito es otorgado a una tasa superior a la de mercado. Ello, como resultado de que se ha producido un sobregiro en la cuenta corriente de uno o más bancos.

En algunas ocasiones, la tasa de interés determinada por el mercado podría no ser congruente con el cumplimiento de los objetivos de inflación. El Banco de México ha previsto la ocurrencia de una situación semejante y para enfrentarla restringiría la postura de la política monetaria mediante el

establecimiento o ampliación del “corto”. Como se ha mencionado, la efectividad del “corto” para inducir movimientos alcistas temporales de las tasas de interés ha sido comprobada en varios estudios. Esta efectividad se ha manifestado claramente en ocasión de los aumentos del “corto” acordados en los últimos años. Durante el segundo semestre de 2000 y especialmente a partir del cuarto trimestre de ese año, las ampliaciones del “corto” además de validar los aumentos en las tasas de interés ocasionados por los participantes en los mercados financieros, también tuvieron como resultado un aumento sostenido de las tasas de interés reales. En sentido opuesto, las reducciones del “corto” instrumentadas en 2001 no sólo validaron las caídas de tasas determinadas por el mercado, sino que también dieron lugar a disminuciones adicionales de las tasas de interés.

Debido a que la tasa de interés, el precio de los activos financieros y, en general, las condiciones monetarias son el resultado tanto de las acciones de los participantes en el mercado de dinero como de las decisiones de la autoridad monetaria, es inapropiado asignar al nivel del “corto” el papel de indicador exclusivo de la astringencia o laxitud monetaria. Esto se debe a que un mismo nivel del “corto” es compatible con varios niveles de tasas de interés, precios de los activos financieros y condiciones monetarias. Por ello, el instrumento solamente es cambiado cuando, en opinión de la Junta de Gobierno del Banco de México, las modificaciones de las condiciones monetarias propiciadas de manera automática por el mercado no son apropiadas en relación con los objetivos de inflación de mediano plazo. Por tanto, en este sentido, el sesgo de la política monetaria está más asociado con la dirección de los cambios en el objetivo de saldos acumulados instrumentados en los últimos meses. En conclusión, para evaluar la postura de la política monetaria la observación del saldo del “corto” debe complementarse con el análisis de las variaciones recientes de este instrumento y con los cambios registrados por las tasas de interés reales, los precios de otros activos y las condiciones monetarias en general.

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. Esta ventaja es de suma importancia en una economía, como la mexicana, que está expuesta a una elevada volatilidad financiera. 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.

IV.1.3. Análisis de la Coyuntura Económica y de las Presiones Inflacionarias y Política de Comunicación

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. En un marco para el análisis detallado de la evolución de las presiones inflacionarias, debe darse un seguimiento especial a las siguientes variables:

- (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 Informes sobre la Inflación que el Instituto Central da a conocer trimestralmente. El Banco de México presenta un programa monetario al inicio de cada año, en el cual se describen los principales elementos de la estrategia de política monetaria a seguir durante los siguientes doce meses. Asimismo, en septiembre se elabora un Informe relativo a la conducción de la política monetaria durante el primer semestre del año. Finalmente, también se publica el Informe Anual, en el cual se hace un recuento pormenorizado de la evolución de la economía durante el año anterior. Además, cuando la Junta de Gobierno modifica la postura de la política monetaria, el Banco de México expide un boletín de prensa en el cual se explican las principales razones que llevaron a la decisión correspondiente.

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.

A pesar de las salvedades expresadas en Informes anteriores, el crecimiento de la base monetaria es con todo una referencia general de utilidad para el seguimiento de la política monetaria. Debido a esta razón, en el Apéndice de este documento se presenta el pronóstico de la trayectoria diaria de la base monetaria, estimada con información disponible a enero de 2002. En dicho apéndice también se proporcionan los supuestos en que se apoyó dicha estimación.

IV.2. Perspectivas para el Año 2002 y Balance de Riesgos

Para 2002 nuevamente se espera que el desempeño de la economía en México esté fuertemente condicionado por el ciclo económico de los Estados Unidos. Asimismo, se anticipa que se mantenga la disponibilidad de financiamiento externo en términos favorables al igual que ocurrió en 2001. A continuación se presenta una previsión del entorno externo y de la evolución de las principales variables macroeconómicas de México para 2002. Posteriormente, se comentan los elementos de riesgo más

importantes que se vislumbran y que de materializarse podrían afectar el escenario base.

IV.2.1. Entorno Externo

Después de que en 2001 la economía mundial experimentó la desaceleración más intensa y generalizada de al menos las últimas dos décadas, para 2002 se espera que se inicie una recuperación gradual. Esta expectativa se sustenta en los siguientes factores:

- (a) Durante 2001 se instrumentaron en muchos países medidas de política fiscal y monetaria orientadas a inducir una recuperación de la actividad económica;
- (b) La debilidad de los precios del petróleo, consecuencia del bajo crecimiento mundial y de las dificultades que ha experimentado la OPEP para lograr que se apliquen recortes a la producción, inducirá un efecto ingreso positivo en los países importadores de petróleo;
- (c) La finalización del proceso de reducción de inventarios, previsiblemente dará un impulso importante a la demanda agregada; y
- (d) La solidez de los fundamentos en casi todas las economías desarrolladas del mundo, impidió que las perturbaciones a las que estuvo sujeta la actividad económica global en 2001, tuvieran efectos importantes sobre los balances de las empresas, de los bancos y de los consumidores.

Con base en estos factores, el pronóstico para la economía mundial es de una recuperación que aumentará en intensidad hacia la segunda mitad del año. Debido a que se prevé que el crecimiento repuntará significativamente sólo en el segundo semestre, la expansión promedio del producto mundial es sustancialmente menor que la que se registrará del cuarto trimestre de 2001 al cuarto de 2002. El fenómeno inverso tuvo lugar en 2001. Por esta razón, el crecimiento esperado para la economía mundial en 2002 resulta ligeramente inferior al correspondiente a 2001.

Cuadro 17

Pronósticos del FMI Relativos al Crecimiento del Producto Interno Bruto

Variación anual en por ciento

	Octubre*	Diciembre
	2002	2002
Mundo	3.5	2.4
Economías Industrializadas	2.1	0.8
EUA	2.2	0.7
Japón	0.2	-1.0
Alemania	1.8	0.7
Francia	2.1	1.3
Italia	2.0	1.2
Reino Unido	2.4	1.8
Canadá	2.2	0.8
Resto	3.3	1.9
Zona del Euro	2.2	1.2
ERIs de Asia ^{1/}	4.3	2.0
Latinoamérica	3.6	1.7

Fuente: World Economic Outlook, Fondo Monetario Internacional.

* Los pronósticos de octubre no incorporaban los efectos de los eventos del 11 de septiembre.

^{1/} Economías de Reciente Industrialización.

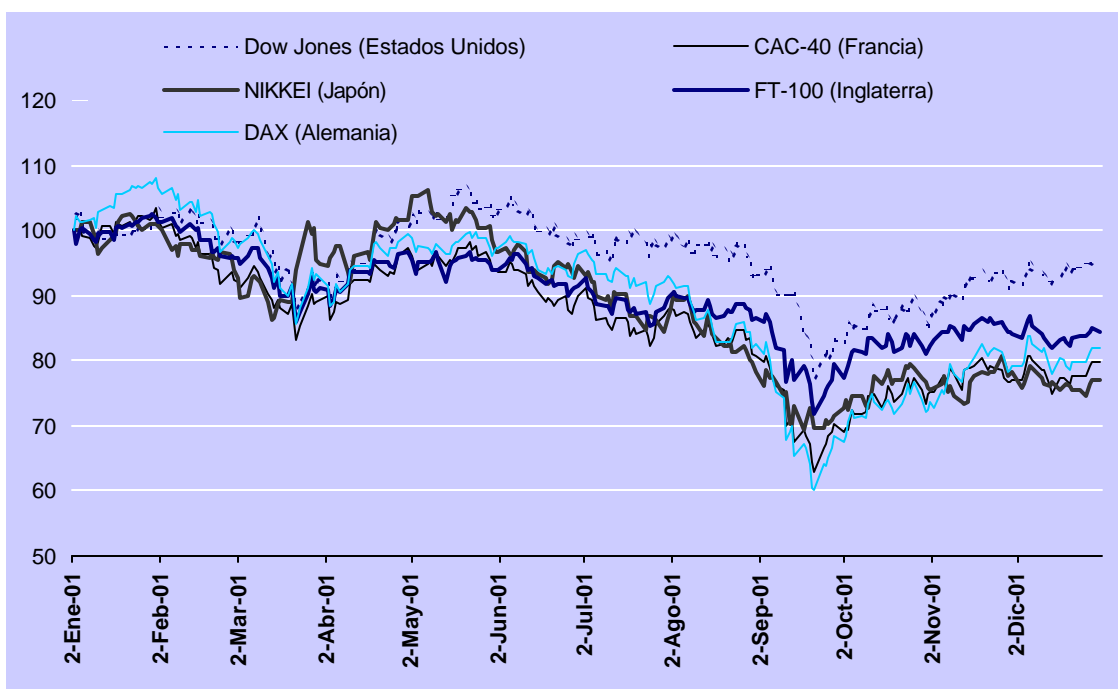
En cuanto a los países desarrollados, el FMI pronostica para 2002 una reanimación en casi todas las economías, excepto en la de Japón, respecto a la cual anticipa, al igual que en 2001, una contracción. En relación con los mercados emergentes, el FMI prevé que las regiones más afectadas en 2001, América Latina y Asia, experimenten un repunte en sus tasas de crecimiento, mientras que en Europa del Este se predice una expansión ligeramente más débil (Cuadro 17).

Esta expectativa de recuperación ya ha influido sobre la evolución de los principales mercados accionarios del mundo. De ahí que a partir de finales de septiembre éstos hayan registrado alzas considerables. Tradicionalmente, los mercados de valores han comenzado su reactivación seis meses antes de que se presente la fase ascendente del ciclo económico (Gráfica 27).

Gráfica 27

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

(2 de enero 2001=100)



Fuente: Bloomberg

A la luz de la gran importancia que tiene para México el desempeño de la economía de los Estados Unidos, a continuación se analizan sus perspectivas con minuciosidad. Asimismo, se comenta la probable evolución del precio del petróleo.

IV.2.1.1. Evolución esperada de la economía de los Estados Unidos y del precio del petróleo

Existen varios elementos que apuntan hacia una reactivación de la economía de los Estados Unidos. Destacan entre éstos la reducción que han experimentado los precios de los energéticos, la finalización del proceso de desacumulación de inventarios, la recuperación de las bolsas de valores, el incremento de los índices de confianza del consumidor y del ambiente de los negocios y el impulso monetario y fiscal.

Asimismo, algunos de los informes macroeconómicos dados a conocer en los Estados Unidos durante las últimas semanas han resultado más favorables de lo que anticipaba el mercado. En este contexto, se han venido gestando lentamente expectativas positivas en los mercados financieros, a pesar de que algunos indicadores muestran aún que la economía estadounidense sigue contrayéndose.

A continuación se presentan las noticias más importantes que han fortalecido la confianza de los analistas y los han llevado a la expectativa de que la recesión terminará en la primavera de 2002:

- (a) El promedio móvil de 4 semanas del número de solicitudes iniciales para el seguro de desempleo en los Estados Unidos disminuyó en más de 50 mil entre la primera y la última semana de diciembre. En la tercera semana de enero, este indicador se situó ya en 411 mil solicitudes, su nivel más bajo desde mediados de septiembre;
- (b) El vigor que siguen mostrando las adquisiciones de casas habitación, a pesar de que en últimas fechas se han incrementado las tasas hipotecarias. En particular, en noviembre aumentó por segunda ocasión consecutiva el gasto en construcción en 0.8 por ciento respecto a su nivel del mes anterior. Además, en dicho mes las ventas de casas nuevas y usadas continuaron incrementándose con tasas respectivas de 6.4 y 0.6 por ciento;
- (c) Las órdenes de compra de bienes de capital no asociados a la defensa nacional, aumentaron en noviembre 4.8 por ciento, su segundo mes consecutivo de incremento;
- (d) El repunte en diciembre de los índices de confianza de la Universidad de Michigan y del Conference Board;
- (e) El incremento en diciembre del índice ISM (antes conocido como NAPM), a causa de las nuevas órdenes de compra;
- (f) La estabilidad que ha mostrado la estadística de horas trabajadas totales y el aumento que ya registró en el sector manufacturero; y
- (g) La reducida inflación que se ha observado en los últimos meses, aumenta el margen de acción de la autoridad monetaria ante posibles perturbaciones negativas que pudieran presentarse en el futuro.

Además, varios analistas predicen que así como el sector manufacturero fue en el que detonó la desaceleración económica, también será donde se registren las primeras manifestaciones claras de reactivación. La información reciente proveniente de los Estados Unidos indica que la contracción de inventarios en noviembre y diciembre pudo haber ubicado al cociente de

inventarios a ventas en su mínimo histórico. Por ello, algunos analistas opinan que después de experimentar una caída tan importante en el cuarto trimestre, la producción industrial ya exhibirá tasas positivas de crecimiento económico en el primer trimestre de 2002.

Por otra parte, cabe destacar que algunas noticias desfavorables no han afectado las expectativas sobre la evolución futura de la economía estadounidense. En particular:

- (a) No se logró un acuerdo legislativo para la aprobación de un paquete fiscal adicional. La mayor parte de los analistas descontaba que se daría dicho impulso y que éste sería significativo (de entre 0.7 y 1 puntos porcentuales del PIB);
- (b) La tasa de crecimiento económico en el tercer trimestre se revisó marginalmente a la baja; y
- (c) Si bien el número de solicitudes iniciales para el seguro de desempleo se ajustó a la baja, éstas todavía se encuentran en niveles que indican holgura en el mercado laboral. Lo anterior se reflejó en el informe mensual sobre el mercado laboral que revela que en diciembre la ocupación continuó débil. Así, la pérdida de empleos en los sectores no agrícolas resultó en ese mes de 124 mil puestos de trabajo y el desempleo aumentó ubicándose en 5.8 por ciento de la PEA.

Existen varios factores cuya influencia eventualmente podría limitar el repunte de la actividad económica en los Estados Unidos:

- (a) La recesión actual ha sido causada por una caída de la inversión. Por ello, la debilidad que aún exhiben varios determinantes de este agregado podría inhibir su recuperación. En particular, las utilidades de las empresas han permanecido en niveles bajos y subsiste un exceso de capacidad instalada;
- (b) Los incrementos de la tasa de desempleo podrían llegar a afectar de manera adversa la tasa de crecimiento del consumo privado;
- (c) El impulso fiscal inducido por el gobierno federal está siendo parcialmente compensado por recortes al gasto acordados por los gobiernos de los estados;

- (d) La ampliación del diferencial entre las tasas de interés de largo y corto plazo podría incidir desfavorablemente sobre la inversión y el consumo;
- (e) La debilidad de la economía mundial no permitirá que el sector exportador se constituya en un factor expansivo importante; y
- (f) Si bien es indudable que la acumulación de inventarios contribuirá en 2002 al crecimiento económico, este proceso no suele proporcionar un estímulo permanente.

En consideración a los factores arriba mencionados, el FMI pronostica que en 2002 la economía de los Estados Unidos crecerá sólo 0.7 por ciento. Esto se compara desfavorablemente con la expectativa promedio de 0.9 por ciento expresada por los analistas y publicada en el *Consensus Forecast* de diciembre. Como se señaló, los principales analistas que siguen la evolución de la economía de los Estados Unidos recientemente revisaron al alza sus pronósticos de crecimiento. Se espera que la recuperación comience entre el primero y segundo trimestres y que se intensifique durante la segunda mitad del año.

La debilidad que ha mostrado la economía mundial en los últimos trimestres y que se espera continúe a lo largo de la primera mitad de 2002, ha incidido desfavorablemente sobre el precio internacional del petróleo y sobre el precio de los futuros del energético para los primeros trimestres de 2002. Sin embargo, simultáneamente con la recuperación que se anticipa para la economía mundial también se prevé para el segundo semestre un ligero repunte del precio internacional del petróleo. Las cotizaciones a futuro de dicho precio indican que el de la mezcla mexicana de exportación, probablemente pase de un nivel de 14.94 dólares por barril el 25 de enero a 15.08, 15.55, 15.64 y 15.70 dólares al cierre de marzo, junio, septiembre y diciembre.

Con base en el panorama descrito, los supuestos incorporados en los pronósticos del Banco de México respecto a la evolución del entorno externo se modificaron sólo ligeramente en comparación con los que se presentaron en el Informe sobre la Inflación: Junio-Septiembre de 2001. Entre dichos supuestos destacan los siguientes:

- (a) La tasa de crecimiento estimada para la economía de los Estados Unidos en 2002 se mantuvo constante en 0.7 por ciento. Sin embargo, el crecimiento esperado para la producción industrial se ajustó al alza;

- (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 un intervalo entre 14 y 16 dólares por barril; y
- (c) La evolución de los mercados financieros y el reciente otorgamiento del grado de inversión a la deuda pública mexicana en moneda extranjera por una segunda empresa calificadora internacional permiten anticipar que las condiciones y disponibilidad de financiamiento externo sean comparables a las observadas en 2001. En particular, se supone que la percepción del riesgo país resultará similar a la que prevaleció en 2001.

IV.2.2. Evolución Prevista para las Principales Variables Macroeconómicas en 2002.

La evolución de la economía de México en 2002 estará en muy buena medida determinada por dos factores:

- (a) el perfil que tenga la recuperación económica en los Estados Unidos; y
- (b) las condiciones y disponibilidad del financiamiento externo.

En el ámbito interno, el principal elemento adicional a los factores utilizados para elaborar el marco macroeconómico presentado en el Informe sobre la Inflación: Julio-Septiembre, es la aprobación por parte del H. Congreso de la Unión del Presupuesto de Egresos, la Ley de Ingresos de la Federación y las nuevas medidas fiscales. Estas medidas incluyen elementos positivos y negativos y el balance es moderadamente favorable. Entre los aspectos positivos destacan los siguientes:

- (a) Por cuarto año consecutivo, un Congreso plural aprueba un presupuesto prudente y un déficit público medido moderado. Además, nuevamente se incluyeron en el Presupuesto de Egresos de la Federación estabilizadores automáticos que, de no materializarse los ingresos estimados para 2002, le otorgan facultades a la SHCP para reducir el gasto y de esta manera garantizar el cumplimiento de la meta de déficit. El establecimiento de estas cláusulas y su eventual utilización en caso de ser

necesario, constituyen elementos esenciales para mantener la disciplina fiscal y consolidar la estabilidad macroeconómica; y

- (b) La tendencia hacia la conformación de una base gravable global en el impuesto sobre la renta de las personas físicas. Asimismo, la instrumentación de disposiciones diversas encaminadas a mejorar la fiscalización del impuesto sobre la renta de las personas físicas y morales, permitirá aumentos considerables en la eficiencia recaudatoria de dicho impuesto.

Por otra parte, entre los aspectos negativos se encuentran los siguientes:

- (a) No se logró una simplificación en la administración de los impuestos indirectos y se aumentó la dispersión de tasas. Esto último ocasionará distorsiones importantes, afectando de manera diferenciada a determinados sectores productivos y consumidores, lo cual atenta contra la equidad del sistema tributario.
- (b) No se logró una disminución de la dependencia de los ingresos petroleros, ni un aumento del ahorro público. Respecto a este último punto, cabe destacar que los requerimientos financieros del sector público no se redujeron. Así, para 2002 se estima que dichos requerimientos sean de 3.14 por ciento del producto y de 3.91 por ciento si se excluyen los ingresos no recurrentes. Esta situación presiona al alza a las tasas de interés y limita los recursos disponibles para impulsar la inversión del sector privado.

De esta manera, se consiguió una reforma que junto al manejo prudente de las finanzas públicas que se ha seguido hasta la fecha, ha despertado confianza entre los inversionistas respecto a las perspectivas de estabilidad de la economía de México. Sin embargo, se perdió una gran oportunidad de resolver los problemas estructurales que aquejan a las finanzas públicas. Ello hubiese redundado en aumentos simultáneos del gasto social y del ahorro público. Asimismo, una reforma de mayor envergadura hubiese propiciado un descenso considerable de las tasas de interés de corto y largo plazos. Esto último en respuesta a la liberación de presión que sobre la disponibilidad de financiamiento hubiesen permitido los menores requerimientos financieros del sector público.

La recuperación del crecimiento en la economía de los Estados Unidos se transmitirá a México, en primera instancia, a través de un repunte del sector industrial. Esto último, debido a la estrecha relación que ha exhibido dicho sector en ambos países. Es previsible que ello venga asociado con una reactivación de la inversión, agregado macroeconómico que resintió la contracción más importante en 2001. Asimismo, a causa del descenso del crecimiento de la productividad en el sector industrial y de los incrementos en los costos unitarios de la mano de obra, es razonable anticipar que en su primera etapa, la reactivación del crecimiento de la producción en México no vendrá acompañada de una expansión considerable del empleo. Por ello, es previsible que en 2002 el consumo se incremente a una tasa moderada y menor que la registrada en 2001. Finalmente, debido a la caída del precio del petróleo, la predicción es que el déficit de la balanza comercial se amplíe modestamente. Por tanto, en este escenario se espera que la contribución de la inversión al crecimiento aumente, mientras que las del consumo y del sector externo disminuyan ligeramente.

Con base en los supuestos delineados y en la información disponible sobre la evolución de la economía durante el último trimestre de 2001, el Banco de México elaboró un ejercicio de prognosis para 2002 que incluye las variables macroeconómicas más importantes. Los principales resultados de este ejercicio resultan muy similares a los presentados en el Informe sobre la Inflación: Junio-Septiembre. Entre ellos destacan los siguientes:

Crecimiento Económico: El pronóstico es que la economía crezca a una tasa de 1.5 por ciento. Se anticipa que en el primer trimestre del año el PIB registre una variación anual ligeramente negativa y que a partir del segundo trimestre la economía experimente nuevamente tasas de crecimiento positivas. Asimismo, se prevé un incremento importante de dichas tasas hacia el segundo semestre.

Cuenta Corriente: El deterioro de la balanza comercial registrado en los últimos meses de 2001, que se encuentra parcialmente explicado por la disminución del precio del petróleo, apunta a que el déficit de la cuenta corriente será en 2002 de aproximadamente 3.2 por ciento del PIB.

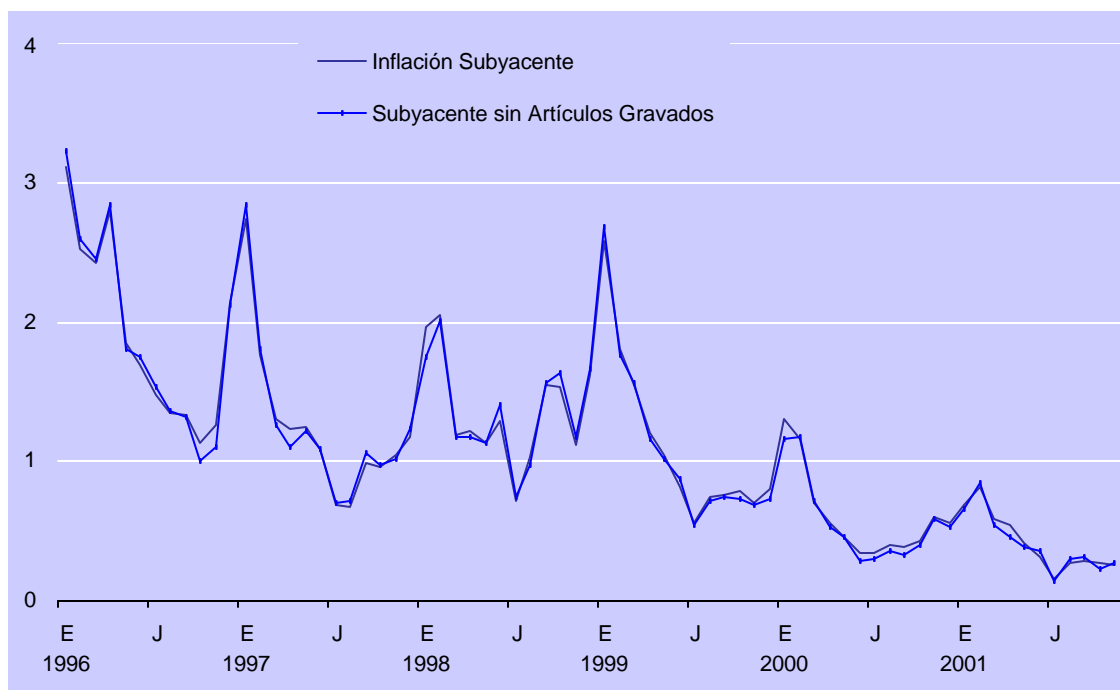
Inflación: Se juzga que la postura actual de la política monetaria es adecuada para que al cierre de 2002 pueda alcanzarse la meta de inflación acordada para el año. Sin embargo, en la actualidad existen presiones inflacionarias importantes que eventualmente podrían obstaculizar el descenso de la inflación. Entre éstas cabe destacar las siguientes:

- (a) Los incrementos de los salarios contractuales en el sector privado aún se ubicaban al cierre de 2001 en niveles incompatibles con la inflación objetivo y con las ganancias previsible en productividad. Asimismo, resulta sorprendente que a la terminación de un año en el cual el empleo registró una severa contracción, la diferencia entre el aumento otorgado al salario mínimo para 2002 y el objetivo de inflación haya sido la mayor que se ha registrado en los últimos 4 años. El aumento otorgado al salario mínimo en 2002 es producto de la intención de homologarlo en las diferentes regiones del país. Sin embargo, esta política no responde a una lógica económica ya que en las distintas regiones se registran aumentos del costo de la vida, características de los trabajadores, tasas de desempleo y niveles de desarrollo que no son homogéneos. Sin duda, el aumento referido, por su nivel y modalidad, además de generar presiones inflacionarias, afectará adversamente la competitividad de las empresas y la creación de empleos en las regiones más desfavorecidas del país;
- (b) Las medidas fiscales aprobadas recientemente por el H. Congreso de la Unión tendrán una incidencia alcista sobre los precios que se manifestará por dos vías. Primero, la eliminación del subsidio para el crédito al salario incrementará los costos unitarios de las empresas. Eventualmente, ello podría traducirse en un aumento de los precios finales de los bienes y servicios. En segundo lugar, la aplicación del IEPS y del impuesto suntuario a algunos productos tendrá un efecto alcista directo sobre los precios de los bienes gravados; y
- (c) Los aumentos de algunos precios administrados y concertados. Sobresalen en particular los relativos a las tarifas del Metro y del servicio de autobús urbano en el Distrito Federal así como el incremento de las tarifas de electricidad residencial.

Los dos primeros factores arriba mencionados pueden afectar tanto a la inflación subyacente como a la general, mientras que el último solamente a la inflación general. A fin de evaluar la trayectoria de la inflación subyacente sin los efectos de la aplicación del IEPS y del impuesto suntuario, además del índice subyacente tradicional, durante 2002 el Banco de México publicará quincenalmente un índice subyacente ajustado. En este último se excluirán de la canasta subyacente los precios de los bienes y servicios gravados. La diferencia entre la inflación subyacente

tradicional y la ajustada tendrá el carácter de un indicador del impacto de las medidas fiscales sobre la evolución de los precios. En el periodo 1996-2001 estas dos mediciones de la inflación subyacente se comportaron de forma muy similar (Gráfica 28)²⁰. Por tanto, de observarse diferencias significativas en 2002, éstas muy probablemente serán atribuibles a los cambios impositivos.

Gráfica 28 **Inflación Subyacente e Inflación Subyacente sin Artículos Gravados**
Variación mensual en por ciento



Según estudios del Banco de México, en episodios anteriores el impacto de los cambios en los impuestos indirectos se ha absorbido en los dos meses subsiguientes a la instrumentación de las medidas. Sin embargo, debido a las diferentes interpretaciones que se han dado a algunas de las modificaciones fiscales recientes y al régimen transitorio que se estableció para las bebidas alcohólicas, en esta ocasión resulta particularmente complejo anticipar el lapso en el que se manifestarán los impactos correspondientes. Por tanto, en los primeros trimestres del año será preciso analizar detalladamente la evolución de ambos índices subyacentes para, con base en ésta y otra información, determinar el efecto de las reformas fiscales.

²⁰ En este periodo la diferencia absoluta promedio entre las dos series fue de 0.04 por ciento.

La expectativa al respecto es que la inflación subyacente tradicional se mantenga estable en los primeros meses del año y que recupere su tendencia descendente cuando se hayan disipado los impactos de las medidas fiscales sobre los precios. Por el contrario, la inflación subyacente ajustada por el efecto inflacionario referido, registraría un descenso a lo largo del año.

La inflación anual del INPC probablemente muestre un repunte en enero y febrero en razón de los siguientes factores:

- (a) el incremento de las tarifas del Metro, del autobús urbano y de la electricidad;
- (b) el impacto de las medidas fiscales; y
- (c) un efecto aritmético asociado con la baja inflación mensual que se registró en enero y febrero de 2001, como consecuencia del bajo crecimiento de los precios de los productos agropecuarios en esos meses. Es previsible también que este fenómeno vuelva a observarse en julio y diciembre. Por ello, con una alta probabilidad es de esperarse que la inflación anual repunte en esos meses.

Las perturbaciones sobre los precios descritas anteriormente tienen implicaciones muy diferentes respecto a la conducción de la política monetaria. En los programas monetarios de años anteriores, el Banco de México ha explicado que por regla general aceptará las desviaciones del objetivo asociadas a los impactos directos de las perturbaciones inflacionarias y combatirá la generación de efectos secundarios. La lógica detrás de esta regla es permitir que los ajustes en precios relativos no inhiban el desarrollo de la actividad económica y evitar que estos procesos culminen en una espiral inflacionaria. La regla propuesta cumple con la tesis anterior ya que permite el ajuste nominal del precio que necesita aumentar pero impide que este movimiento se filtre a otros precios en la economía. En caso de que esto último ocurriese, la corrección de precios relativos no se daría en su totalidad y, por ende, ocurriría otra ronda de ajustes de precios, elevando innecesariamente la inflación.

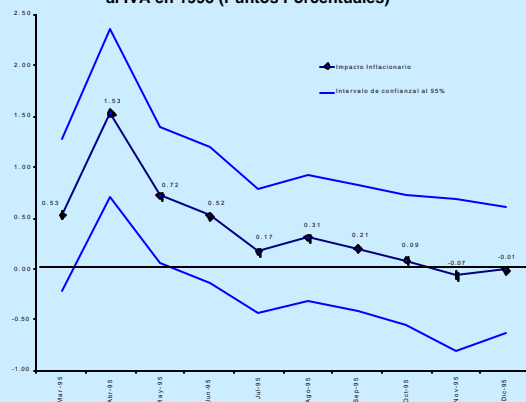
El Efecto Inflacionario de Incrementos a los Impuestos al Consumo

Debido a que los impuestos al consumo pueden incrementar el precio final que se paga por los productos gravados, tienen por lo general un efecto significativo sobre la inflación. Desde el punto de vista del banco central, el fenómeno tiene dos aristas importantes: el efecto absoluto sobre los precios al consumidor del cambio en los impuestos y el lapso que transcurre para que dicho efecto sea incorporado totalmente en los precios de los productos.

Un estudio reciente realizado en el Banco de México¹ examina la modificación al Impuesto al Valor Agregado (IVA) de 1995. El primero de abril de dicho año el H. Congreso de la Unión aumentó la tasa del gravamen referido de 10 a 15 por ciento en las ciudades del interior del país, mientras que en las comunidades fronterizas (aquellas ubicadas dentro de una franja de 20 kilómetros a partir de la frontera) dicho impuesto se mantuvo en 10 por ciento. Este fue el único cambio relevante, ya que el número de bienes y servicios exentos y con tasa cero permaneció inalterado.

Utilizando información sobre el Índice Nacional de Precios al Consumidor de cada una de las 46 ciudades donde se recaba información para su elaboración, es posible comparar el comportamiento de los precios en las comunidades fronterizas y no fronterizas entre marzo y diciembre de 1995. Es decir, se utiliza la inflación observada en ciudades fronterizas como variable de control para medir las diferencias con el crecimiento de los precios observado en el interior del país, zona en la que se aplicó el incremento a la tasa del IVA. El ejercicio permite estimar mes a mes el impacto inflacionario de la modificación al impuesto y la incertidumbre asociada a cada efecto mensual.

Gráfica 1
Impacto Inflacionario Mensual sobre el INPC de la Modificación al IVA en 1995 (Puntos Porcentuales)



Los resultados son muy significativos. El cambio en la inflación mensual ocasionado por la reforma al IVA fue estadísticamente diferente de cero únicamente durante abril y mayo. A partir de junio el intervalo de confianza incluye el valor cero (Gráfica 1). Por otro lado, el impacto inflacionario total de la modificación

impositiva de 1995 fue de alrededor de 2.3 puntos porcentuales, que se obtiene de sumar los impactos estimados para los dos meses posteriores a la modificación del IVA. Este valor resulta pequeño si se le compara con el repunte de la inflación observado durante todo ese año.

La duración limitada del efecto alcista sobre los precios asociado al cambio en el IVA es un resultado robusto. Así, aún cuando se extiende el análisis a un nivel más desagregado, es decir, cuando se estudia a los bienes en lo individual, el incremento de la inflación mensual desaparece también entre 1 y 3 meses después del aumento en dicho gravamen. Además, la corta duración del efecto inflacionario se observó en 1995, año en el que se aceleró el crecimiento generalizado de los precios y, consecuentemente, existía un entorno más propicio para la presencia de inercias inflacionarias.

Es difícil extrapolar todos los resultados de la modificación al Impuesto al Valor Agregado de 1995 a los impactos inflacionarios de la Reforma Hacendaria de 2002. Sin embargo, la evidencia obtenida contiene información relevante. En primer lugar, el cambio fiscal de 1995 fue un aumento generalizado en el gravamen sobre la mayoría de los bienes y servicios de la economía. Por otro lado, la Reforma Hacendaria de 2002 incrementó las tasas impositivas de un conjunto limitado de bienes y servicios, por lo que se espera que el impacto inflacionario de la misma sea limitado.

En segundo lugar, si bien el lapso en el cual los cambios a los impuestos al consumo se incorporan a los precios de los productos es menor que 3 meses, en el presente es previsible que dicho lapso se alargue. Lo anterior respondería principalmente a dos aspectos de la Reforma Hacendaria: a) la incertidumbre sobre la aplicación de los diferentes gravámenes que se generó durante las primeras semanas del año; y b) el establecimiento del régimen fiscal transitorio al impuesto sobre bebidas alcohólicas el cual podría diferir la incorporación del gravamen en los precios de dichos productos.

¹ "La Reforma al Impuesto al Valor Agregado de 1995: Efecto Inflacionario, Incidencia y Elasticidades Relativas". Documento de Investigación. No. 2002-1, Banco de México, enero 2002.

A la luz de la regla aludida, las presiones inflacionarias descritas anteriormente pueden dividirse entre aquéllas que tendrán impactos directos sobre el INPC y las que sólo ejercerán efectos indirectos. Los incrementos de los salarios contractuales no tienen un impacto directo sobre el INPC ya que la mano de obra es un insumo en los procesos productivos, no un producto de consumo final. Es por ello que en la medida que dichos aumentos no guarden concordancia con el objetivo de inflación y con las ganancias en productividad, la autoridad monetaria procurará evitar que se transmitan a los precios al consumidor. En el caso de que las alzas de precios llegaran a ocurrir, el salario real no aumentaría y en la siguiente negociación salarial se exigirían nuevos y mayores aumentos para compensar la pérdida de poder adquisitivo y para tratar de conseguir nuevos incrementos del salario real. Este es el tipo de proceso que da lugar a una espiral inflacionaria.

El aumento de los precios públicos y de los impuestos indirectos tiene impactos directos sobre los precios. Ello se debe a que la mayoría de los productos y servicios afectados forma parte de la canasta del INPC. Cabe mencionar que los fenómenos aludidos deberían tener un impacto de una sólo vez sobre el INPC, el cual se reflejará en la inflación mensual durante el mes en que las modificaciones entren en vigor y en la inflación anual durante los doce meses siguientes a la perturbación, para desaparecer por completo después de este lapso. La aplicación de la regla de política monetaria deberá permitir los impactos directos y evitar la generación de efectos secundarios y de esta manera garantizar el carácter transitorio de estos impactos. Los efectos directos del aumento de los precios administrados y concertados son sencillos de calcular, ya que solamente se necesita multiplicar el incremento del precio del servicio por la importancia del concepto en el INPC. En el caso del alza de las tarifas del Metro y del autobús urbano, su repercusión directa sobre la inflación en enero se estima en 0.15 y 0.13 puntos porcentuales, respectivamente. Cabe recordar que estos dos precios están excluidos del cálculo del índice subyacente. Así, la evolución de dicho índice ya constituye un indicador de la inflación que no incorpora estos efectos directos.

La estimación correspondiente en el caso de los impuestos indirectos (IEPS y suentario) resulta más complicada. Ello, debido a que la aplicación del impuesto a un bien o servicio no implica necesariamente que su precio final aumente en la totalidad del impuesto. La capacidad de los productores para trasladar el impuesto al consumidor depende, entre otras cosas, de la fortaleza o debilidad de la demanda agregada. Debido a la dificultad de estimar el impacto inflacionario de los cambios en los

impuestos indirectos, en los siguientes trimestres resultará muy útil el análisis de la inflación subyacente ajustada.

En este contexto de volatilidad de la inflación medida por el INPC, aumentará considerablemente la importancia de la inflación subyacente (y de su versión ajustada), como referencia para evaluar las presiones inflacionarias de mediano plazo. Por ello, especialmente durante el primer trimestre de 2002 dichos indicadores serán de gran relevancia para guiar las decisiones de política monetaria.

IV.2.3. Balance de Riesgos

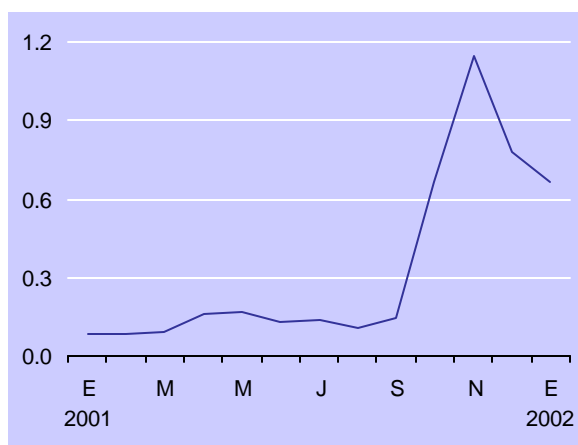
El escenario base presentado en esta ocasión está sujeto a un grado de incertidumbre significativamente mayor que en años pasados. Ello, en razón de los siguientes dos factores:

- (a) La poca confiabilidad que existe respecto a la evolución futura de la economía de los Estados Unidos. Lo anterior se explica por el carácter inédito de los trágicos acontecimientos del 11 de septiembre y por la dificultad que históricamente se ha experimentado para pronosticar los puntos de inflexión del ciclo económico. Esta incertidumbre se hace patente en la dispersión de los pronósticos individuales de los analistas que recaba el Consensus Forecast (Gráfica 29); y

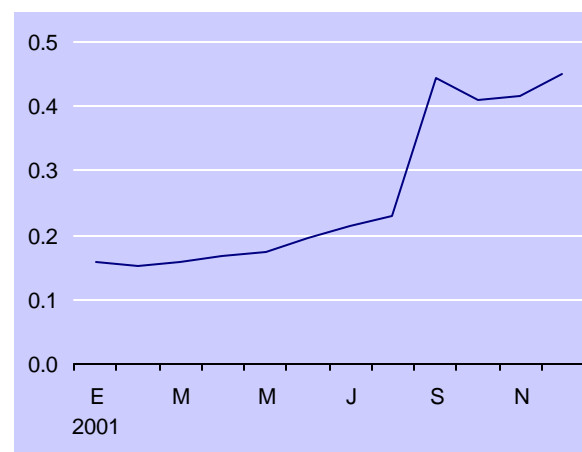
Gráfica 29

Coefficiente de Variación del Pronóstico del Crecimiento del PIB de los Estados Unidos y de México en 2002

Estados Unidos



México



Fuente: Consensus Forecasts y Banco de México.

- (b) La incertidumbre relacionada con el impacto de la eventual reactivación económica de los Estados Unidos sobre la economía de México. Al respecto cabe resaltar que no existen antecedentes sobre este asunto. En particular, la actual es la primera recesión por la que atraviesan los Estados Unidos desde la firma del TLCAN, y no se cuenta con elementos suficientes para predecir su influencia sobre la economía mexicana. Es por ello que no debe sorprender la variabilidad que exhiben las respuestas captadas por la Encuesta de Especialistas que levanta el Banco de México, la cual se ha incrementado considerablemente (Gráfica 29).

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

- (a) un crecimiento económico en los Estados Unidos más pausado que el previsto; y
- (b) una caída más drástica del precio del petróleo.

La mayoría de los analistas que dan seguimiento a la economía de los Estados Unidos anticipa que entre el primero y el segundo trimestres de 2002 la actividad económica en ese país empezará a registrar tasas de crecimiento positivas. Empero, la probabilidad de que dicho escenario se postergue no es despreciable.

Si bien los riesgos permanecen sesgados hacia un crecimiento más lento que el considerado en el escenario base, algunos analistas ya contemplan la posibilidad de una expansión más vigorosa que la supuesta.

En un contexto de crecimiento más débil en los Estados Unidos, también sería probable que el precio del petróleo experimentase caídas adicionales. De tener lugar, estas influencias inducirían en México un crecimiento económico más lento y una menor creación de empleos. El impacto sobre la inflación de un escenario semejante sería ambiguo. Ello, debido a que un crecimiento económico más pausado estaría asociado a un debilitamiento de las presiones inflacionarias. Sin embargo, la incidencia desfavorable sobre las exportaciones y sobre la actividad económica en México también podría propiciar una caída de la demanda por activos del país. A su vez, esto último podría dar lugar a una depreciación del tipo de cambio. Como se ha comentado, es probable que la transmisión de las depreciaciones cambiarias a la inflación interna pudiera haberse atenuado en los

últimos años. No obstante, en la medida en que la depreciación afectase significativamente la formación de las expectativas de inflación, ello requeriría de la aplicación de una política monetaria más restrictiva a fin de poder alcanzar las metas propuestas.

Los principales elementos internos de riesgo que se vislumbran y que podrían dar lugar una modificación del escenario base descrito son:

- (a) que se ampliara la brecha entre las revisiones salariales contractuales y la suma del objetivo de inflación y los incrementos previsibles de la productividad de la mano de obra; y
- (b) que los aumentos que registre la inflación anual del INPC por factores aritméticos, por ajustes de los precios administrados y concertados o por los efectos de las nuevas medidas fiscales, contaminen la formación de las expectativas.

Como se ha reiterado, la discordancia entre las revisiones salariales contractuales y la suma del objetivo de inflación y de las ganancias sostenibles en la productividad no sólo es causa de presiones inflacionarias sino que también afecta negativamente las utilidades de las empresas y, por tanto, la creación de empleos. A lo largo de 2001, los sectores en los que tuvo lugar una menor pérdida de empleos fueron aquéllos en los que las revisiones salariales han sido más moderadas. Ante la desaceleración económica y el debilitamiento de la demanda externa, las empresas han compensado el aumento de los costos unitarios de la mano de obra con recortes en su planta laboral. De ahí la importancia de que se alcance de una vez por todas la congruencia salarial. La finalidad no es de poca importancia: se trata de defender el empleo y de lograr su rápida recuperación en el futuro cercano. De ampliarse dicha brecha, se deterioraría la competitividad de la industria nacional, lo cual influiría negativamente sobre el crecimiento económico y la creación de empleos. En tales circunstancias, con el propósito de hacer viable la consecución de los objetivos de inflación de mediano plazo y de coadyuvar a una recuperación más rápida del empleo, la política monetaria tendría que volverse más restrictiva.

Asimismo, en caso de que los aumentos de la inflación anual del INPC llegaran a contaminar la formación de expectativas de mediano plazo y las negociaciones de los salarios contractuales, se estarían generando presiones inflacionarias incompatibles con los objetivos adoptados. En este contexto, el Banco de México no

dudaría en intensificar la restricción monetaria. Ello, con el fin de interrumpir el proceso alcista y restablecer la conformidad entre la trayectoria y las metas inflacionarias de mediano plazo.

Análogamente, de presentarse un escenario en el cual la inflación esperada se ubique a juicio del Banco de México de manera sostenible en la trayectoria congruente con los objetivos, el Instituto Central reduciría la restricción monetaria, así como lo hizo en dos ocasiones durante 2001.

V. Consideraciones Finales

Durante 2001, el adverso entorno externo condicionó de manera determinante el desempeño de la economía mexicana. En particular, cabe destacar la desaceleración que registró la economía de los Estados Unidos.

La perturbación mencionada llevó a que se detuviera la expansión económica en México que había comenzado en 1996, estimándose al momento de publicar este Informe que en 2001 el PIB real haya sufrido una caída de 0.3 por ciento. Sin embargo, varios elementos de fortaleza permitieron que la economía nacional se acomodara a la fase descendente del ciclo económico de manera ordenada. Así, a diferencia de lo ocurrido en México en episodios recesivos pasados, en 2001 prevaleció un entorno financiero estable.

La inserción ordenada de la economía mexicana en el ciclo económico mundial se sustentó en la solidez de los fundamentos económicos del país, entre los cuales destacan los siguientes:

- (a) Los resultados positivos del esfuerzo desinflacionario;
- (b) La disciplina en las finanzas públicas;
- (c) El régimen cambiario de flotación y la libre determinación de las tasas de interés;
- (d) La holgada estructura de amortizaciones de la deuda externa pública en 2001 y 2002;
- (e) La estabilidad de la inversión extranjera, producto de las reformas estructurales realizadas; y
- (f) La moderación del déficit de la cuenta corriente.

La inflación anual disminuyó de 8.96 por ciento a 4.40 por ciento entre diciembre de 2000 y el mismo mes de 2001. Con ello se consiguió, por tercer año consecutivo, el objetivo de inflación propuesto. En contraste con lo ocurrido en el año 2000, la disminución de la inflación general en 2001 fue más significativa que la de la inflación subyacente. Ello, debido a la muy favorable evolución de los precios de los productos agropecuarios y de los administrados y concertados por el sector público. Como se

comenta en el cuerpo de este Informe, es muy probable que estos precios experimenten una reversión parcial durante 2002. Sin embargo, la disminución de la inflación subyacente también resultó significativa, pasando de 7.52 por ciento a 5.08 por ciento entre el cierre de 2000 y el de 2001, trayectoria compatible con el cumplimiento de la meta planteada en octubre de 2000. Dada la coyuntura actual, y en particular a causa de la volatilidad que han mostrado los subíndices de precios excluidos del cálculo de la inflación subyacente, ha aumentado la importancia de esta última para la evaluación de las presiones inflacionarias de mediano plazo.

La información más reciente relativa a la economía de los Estados Unidos sugiere que ha crecido la probabilidad de que en los primeros trimestres de 2002 comience la recuperación del crecimiento en ese país. En este contexto, y en función de la sincronía del ciclo económico entre los miembros del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, se anticipa que para el segundo trimestre de 2002, la economía de México vuelva a registrar tasas anuales positivas de crecimiento del producto.

A pesar de la recuperación que se espera de la economía mundial, es poco probable que el vigor de la actividad en las economías de los principales socios comerciales de México regrese a los niveles observados antes de la presente desaceleración. Además, en los últimos años la planta productiva nacional se ha visto afectada adversamente por los aumentos en los costos unitarios de la mano de obra, consecuencia de los incrementos registrados por los salarios reales y la caída en la tasa de crecimiento de la productividad. Esta pérdida de competitividad podría limitar la capacidad de crecimiento de la economía mexicana en el momento que repunte la actividad económica en los Estados Unidos. Lo anterior subraya el imperativo de reforzar los elementos internos que permitan a México alcanzar tasas de crecimiento elevadas y sostenibles en un entorno internacional menos propicio. Entre dichos factores merecen mención:

- (a) la estabilidad macroeconómica;
- (b) la reforma del sector de energía;
- (c) la profundización del proceso de desregulación económica;
- (d) la promoción del desarrollo del mercado de capitales y el logro de tasas de ahorro interno más elevadas;
- (e) el estímulo a la inversión en infraestructura, tecnología, educación y salud; y

(f) La reforma laboral.

Estas reformas resultarán imprescindibles para lograr los aumentos de la productividad necesarios para promover la creación de empleos, la mejoría del salario real y el crecimiento económico.

Perseverar en la disciplina monetaria y fiscal será crucial para retomar una senda de crecimiento elevado y sostenido. En este sentido, los resultados obtenidos en 2001 son muy promisorios ya que se alcanzaron en un entorno externo adverso. El cumplimiento de las metas macroeconómicas en años anteriores reforzó la credibilidad en las autoridades responsables de la política económica. Sin embargo, el hecho de que se consiguieran en un contexto internacional más propicio dejaba sin respuesta la interrogante sobre cómo se conduciría dicha política ante una coyuntura complicada. Por ello, el efecto positivo sobre la credibilidad de los resultados obtenidos en 2001 deberá ser considerable, al haberse logrado en presencia de perturbaciones sumamente graves.

Para el año 2002, el Ejecutivo Federal y el H. Congreso de la Unión han confirmado su compromiso de continuar instrumentando una política fiscal prudente en un entorno incierto. Así, se mantuvo sin cambio el objetivo de déficit público. Sin embargo, como se ha mencionado, las medidas recientemente aprobadas no lograron resolver de manera definitiva las debilidades estructurales de las finanzas públicas.

En cuanto a la política monetaria, la Junta de Gobierno del Banco de México ratifica su compromiso de alcanzar en 2002 una inflación menor que 4.5 por ciento y de lograr la convergencia con una inflación de aproximadamente 3 por ciento en 2003. Para ello, empleará de manera firme y oportuna los instrumentos de que dispone para procurar una inflación baja y estable que, junto con la recuperación del crecimiento económico, culmine en una mejoría sostenible del bienestar de la población.

Apéndice 1: Pronóstico de la Demanda de Base Monetaria en 2002

Como se ha señalado en los Programas Monetarios de años anteriores, la utilidad de los agregados monetarios para orientar la conducción de la política monetaria ha disminuido significativamente. Ello, en razón de que la relación entre los precios y dichos agregados se ha vuelto más incierta en la medida en que la inflación ha descendido. Así, el crecimiento de la base monetaria no constituye un objetivo del Banco de México. No obstante lo anterior, a fin de proporcionar información que pudiera ser pertinente para la evaluación de la política monetaria, a continuación se presenta la trayectoria diaria del saldo de la base monetaria estimada para 2002 (Cuadro 18). Dicho pronóstico es congruente con los siguientes supuestos: un crecimiento del PIB de 1.5 por ciento en términos reales; una inflación anual no mayor que 4.5 por ciento y una remonetización de 3.7 por ciento. Los supuestos anteriores dan por resultado un pronóstico para el saldo de la base monetaria al 31 de diciembre de este año de 248.1 miles de millones de pesos, 10 por ciento superior al observado en igual fecha de 2001. Los límites del intervalo de confianza, tomando una desviación estándar de los residuales que el modelo estima, corresponden a saldos de 255.5 y 240.7 miles de millones de pesos²¹.

El modelo utilizado para la estimación incluye como variables explicativas de la demanda de base monetaria: la actividad económica, las tasas de interés, los rezagos de la variable dependiente y un conjunto de variables binarias que buscan capturar los distintos efectos estacionales. Al respecto, es importante destacar que la trayectoria de la base monetaria es muy difícil de precisar *a priori* por las siguientes razones: a) los supuestos básicos sobre las variables explicativas utilizadas para realizar el pronóstico de la base monetaria pueden no materializarse; b) la relación entre la demanda de base monetaria y las variables que explican su evolución también puede modificarse con el tiempo, por ejemplo a causa de innovaciones tecnológicas o cambios en las prácticas de pago; c) la ocurrencia de eventos extraordinarios puede propiciar una alteración transitoria en la demanda de base monetaria²²; y d) algunos efectos estacionales

²¹ Esto corresponde a +/- 3 por ciento del saldo pronosticado para fin de año.

²² Por ejemplo, la incertidumbre relacionada con los problemas computacionales del año 2000 dio lugar a un incremento temporal de la demanda de billetes y monedas (Programa Monetario 2000, Banco de México).

asociados al día de la semana o a feriados son muy difíciles de anticipar.

Cuadro 18

Pronóstico de los SalDOS Diarios de la Base Monetaria para el Año 2002*

(Miles de Millones de Pesos)

Días	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun
1	225.6	208.1	200.2	201.0	198.4	202.4
2	221.6	208.1	200.2	195.5	199.6	202.4
3	221.3	208.1	200.2	192.1	200.2	200.3
4	219.6	205.3	196.6	193.1	200.2	197.8
5	219.6	205.3	193.1	193.9	200.2	196.3
6	219.6	202.2	190.9	193.9	196.5	198.2
7	214.9	203.0	192.3	193.9	192.8	199.1
8	211.6	203.3	193.3	189.9	192.1	199.1
9	209.1	203.3	193.3	186.9	195.3	199.1
10	210.8	203.3	193.3	186.8	197.9	195.8
11	213.4	199.5	189.8	191.7	197.9	193.7
12	213.4	196.7	187.4	196.5	197.9	194.7
13	213.4	197.8	188.1	196.5	197.1	199.6
14	213.3	202.8	192.7	196.5	197.2	202.9
15	213.1	205.0	195.9	195.5	197.9	202.9
16	211.2	205.0	195.9	192.9	200.2	202.9
17	212.7	205.0	195.9	191.8	201.5	199.6
18	213.2	200.8	193.7	194.1	201.5	196.0
19	213.2	197.0	192.1	195.3	201.5	194.1
20	213.2	195.1	196.2	195.3	198.0	195.7
21	208.9	196.3	196.2	195.3	194.1	196.6
22	204.7	197.3	198.5	192.2	192.0	196.6
23	202.9	197.3	198.5	189.6	194.0	196.6
24	203.4	197.3	198.5	189.5	195.4	193.3
25	204.2	194.3	197.9	193.7	195.4	191.0
26	204.2	192.9	203.3	198.1	195.4	192.1
27	204.2	194.6	207.4	198.1	192.8	197.2
28	201.6	198.4	207.4	198.1	191.4	201.3
29	200.3		207.4	198.4	193.0	201.3
30	201.9		207.4	198.4	198.6	201.3
31	206.1		207.4		202.4	
Promedio del mes	211.2	200.8	197.1	194.2	197.0	198.0

*/ Pronóstico a partir del 25 de enero.

Cuadro 19

Pronóstico de los Saldos Diarios de la Base Monetaria para el Año 2002

(Miles de Millones de Pesos)

Días	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1	199.6	204.2	201.3	195.6	205.2	214.9
2	197.8	206.0	198.7	194.8	205.2	213.3
3	197.3	206.0	196.1	197.3	205.2	212.1
4	201.5	206.0	195.0	198.8	202.6	212.8
5	203.5	203.1	197.1	198.8	199.1	218.8
6	203.5	200.1	198.2	198.8	197.5	224.2
7	203.5	198.7	198.2	195.4	199.5	224.2
8	199.8	200.9	198.2	192.1	201.0	224.2
9	196.8	202.7	195.5	191.2	201.0	225.0
10	196.2	202.7	193.6	195.2	201.0	228.1
11	200.8	202.7	194.8	199.1	198.3	238.1
12	205.1	200.0	200.4	199.1	196.5	238.1
13	205.1	199.0	204.5	199.1	197.8	244.9
14	205.1	200.6	204.5	199.5	203.3	244.9
15	203.6	204.5	204.5	198.4	206.7	244.9
16	200.9	205.7	204.5	197.3	206.7	244.0
17	199.6	205.7	200.6	199.6	206.7	243.5
18	201.9	205.7	198.1	200.7	204.7	244.2
19	202.8	201.8	199.2	200.7	202.9	250.6
20	202.8	198.1	199.3	200.7	202.9	256.9
21	202.8	196.2	199.3	196.9	204.4	256.9
22	198.4	197.7	199.3	193.0	204.8	256.9
23	195.2	198.7	195.3	191.4	204.8	255.6
24	194.2	198.7	191.7	193.7	204.8	255.2
25	197.5	198.7	190.9	196.0	201.8	255.2
26	200.9	195.2	195.0	196.0	200.4	254.1
27	200.9	192.5	199.2	196.0	202.4	254.3
28	200.9	193.0	199.2	194.7	209.2	254.3
29	200.3	198.0	199.2	195.0	214.9	254.3
30	200.4	201.3	197.9	197.9	214.9	250.8
31	201.3	201.3		202.5		248.1
Promedio del mes	200.6	200.8	198.3	196.9	203.5	240.1
Promedio del año						203.3