

Informe sobre la Inflación

Julio – Septiembre 2001



BANCO DE MEXICO

OCTUBRE, 2001

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜEMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 23 de octubre de 2001. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

INDICE

I. Introducción	1
II. Evolución Reciente de la Inflación	3
II.1. Indicadores de Inflación	4
II.1.1. Inflación Anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente	4
II.1.2. Inflación Mensual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente	6
II.1.3. Índice Nacional de Precios Productor	10
II.1.4. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación	10
II.2. Principales Determinantes de la Inflación	13
II.2.1. Entorno Externo	14
II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo	24
II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas	33
II.2.4. Balanza de Pagos, Flujos de Capital y Tipo de Cambio	38
II.2.5. Precios Administrados y Concertados	41
II.2.6. Resumen	42
III. La Política Monetaria Durante el Tercer Trimestre de 2001	43
III.1. Acciones de Política Monetaria	43
III.2. Agregados Monetarios y Crediticios	49
III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales Netos	49
III.2.2. Agregados Monetarios M1 y M4	50
III.2.3. Financiamiento al Sector Privado	52
IV. Perspectivas del Sector Privado	54
IV.1. Perspectivas del Sector Privado para 2001 y 2002	54
IV.1.1. Pronóstico sobre los Principales Determinantes de la Inflación	54
IV.1.2. Pronósticos de Inflación del Sector Privado	58
V. Balance de Riesgos y Conclusiones	60

I. Introducción

La evolución de la inflación general durante el tercer trimestre del año fue congruente con el objetivo de alcanzar en diciembre de 2001 una inflación anual menor que 6.5 por ciento. Entre los logros conseguidos en dicho periodo, destaca el descenso continuo de la inflación subyacente, sustentado en el desempeño favorable de la inflación subyacente de las mercancías. No obstante lo anterior, la rigidez a la baja que han mostrado los incrementos salariales contractuales ha redundado en un estancamiento de la inflación anual subyacente de los servicios en un nivel cercano a 7.5 por ciento.

Aun antes de los trágicos acontecimientos del 11 de septiembre, los pronósticos ya señalaban una desaceleración de la actividad económica mundial más aguda que la originalmente prevista. Como resultado, se anticipaba una expansión más débil en México tanto en 2001 como en 2002.

No hay duda de que los ataques terroristas han tenido un efecto perjudicial sobre la confianza del consumidor y de las empresas, la actividad económica y la evolución de los mercados financieros tanto en los Estados Unidos como en el resto del mundo. En particular, las perspectivas de corto plazo relativas a la economía estadounidense se han deteriorado. Por otra parte, en el mediano plazo en ese país difícilmente el crecimiento económico podrá recuperar los niveles alcanzados en el periodo 1996-2000.

A la luz de la estrecha vinculación que existe entre la economía nacional y la de los Estados Unidos, es de esperarse que el desempeño desfavorable de las exportaciones, la producción y el empleo en México se prolongue e incluso se intensifique.

Si bien los avances que se han obtenido en el proceso de desinflación han sido notables, la tasa de crecimiento de los precios en México todavía es elevada, por lo que sigue constituyendo un obstáculo para un desarrollo económico sostenido y armónico. Es por ello que, la Junta de Gobierno del Banco de México ratifica el compromiso de alcanzar al cierre del próximo año una inflación que no exceda de 4.5 por ciento y una inflación de 3 por ciento en 2003.

Los esfuerzos de reducción de la inflación en 2002 se llevarán a cabo en un contexto internacional más incierto que el

observado en los últimos años. Asimismo, la relativa rigidez a la baja de las expectativas de inflación para 2002 y 2003, ubicadas a la fecha en niveles incompatibles con los objetivos, dificultan la encomienda del Instituto Central.

Como resultado del complejo entorno económico internacional y debido a los elevados incrementos que continuaron exhibiendo los salarios contractuales el margen de que se dispone para relajar la postura de la política monetaria es prácticamente nulo. Asimismo, la debilidad estructural de las finanzas públicas, tampoco permite instrumentar una política fiscal expansiva. En este contexto resulta imprescindible avanzar significativamente en el ámbito de las reformas estructurales pendientes. Ello, con el fin de disminuir la vulnerabilidad de la economía mexicana ante perturbaciones de origen interno y externo. Así, México podría salir de la fase actual del ciclo de manera ordenada y contar con las condiciones adecuadas para retomar tasas de crecimiento económico elevadas y sostenibles, con creación de empleos, confianza de inversionistas y consumidores, solvencia de las finanzas del sector público e inflación baja y estable.

II. Evolución Reciente de la Inflación

La evolución de los precios durante el tercer trimestre de 2001 resultó congruente con el cumplimiento de la meta para el año, incluso con cierta holgura. Tanto la inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) como la del Índice de Precios Subyacente continuaron descendiendo. En el periodo de análisis destacaron los siguientes resultados:

- (a) si bien la inflación anual del INPC mostró variabilidad a lo largo del trimestre, ésta se ubicó al final del periodo por debajo del nivel registrado en junio;
- (b) la inflación anual subyacente disminuyó continuamente;
- (c) la desaceleración de la inflación subyacente anual de mercancías fue más pronunciada;
- (d) la inflación subyacente anual de los servicios se mantuvo prácticamente constante en un nivel similar al observado en el trimestre anterior; y
- (e) la inflación anual de los bienes y servicios que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente registró un comportamiento muy volátil.

De estos hechos se desprenden dos conclusiones importantes acerca del actual proceso de desinflación:

- (a) En un entorno de inflación moderada, la volatilidad de los precios de los bienes y servicios que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente tiene una influencia relativamente mayor sobre la inflación del INPC que cuando se experimentan niveles elevados de inflación. Por ello, en las circunstancias actuales, la evolución del índice de precios subyacente es un indicador aún más preciso de la tendencia de la inflación. De lo anterior se deduce que durante el tercer trimestre se atenuaron las presiones inflacionarias de mediano plazo.
- (b) La estabilidad que mostró en el periodo la inflación anual subyacente de los servicios indica que los incrementos que han registrado los costos unitarios de la mano de obra se han constituido en un obstáculo para el proceso general de desinflación.

II.1. Indicadores de Inflación

A continuación se analiza el desempeño que tuvieron durante el trimestre julio–septiembre de 2001 los distintos índices de precios que calcula el Banco de México.

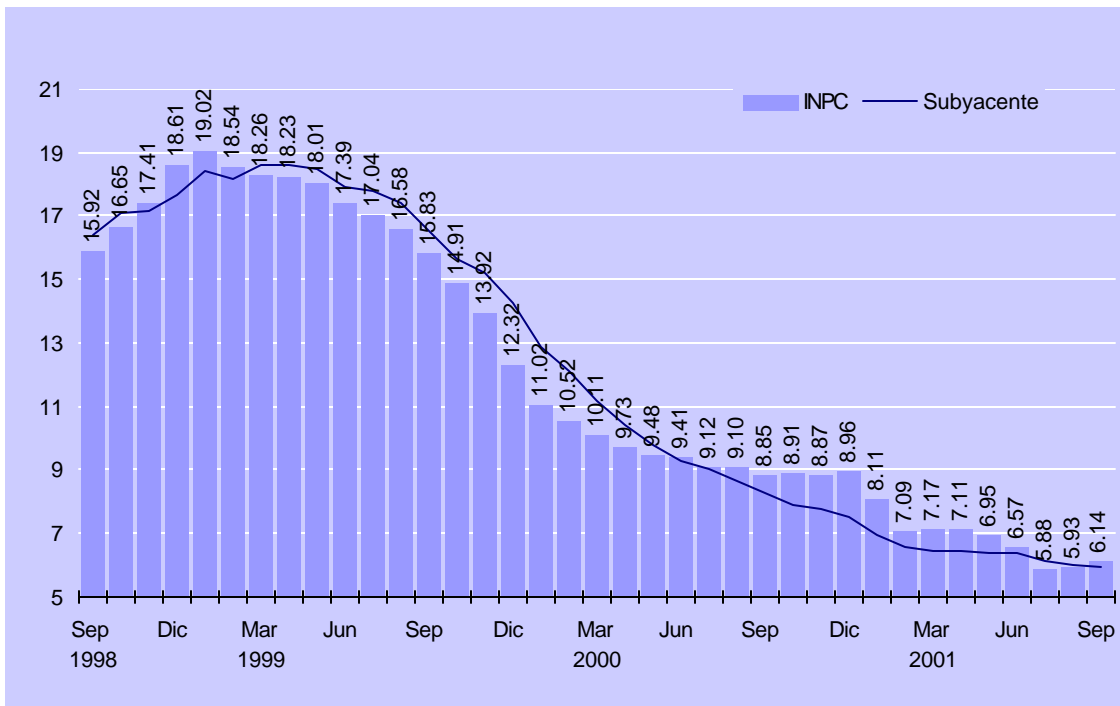
II.1.1. Inflación Anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente

Al cierre del tercer trimestre de 2001, la inflación anual medida por el INPC fue de 6.14 por ciento. Ello significó una reducción de 0.43 puntos porcentuales en comparación con el dato correspondiente del trimestre anterior. Sin embargo, la inflación general no bajó ininterrumpidamente durante este periodo. Al respecto, si bien en julio se observó un descenso significativo, éste se revirtió parcialmente en agosto y septiembre (Gráfica 1).

Gráfica 1

Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente

Variación anual en por ciento



En contraste con lo anterior, la disminución de la inflación subyacente anual fue continua durante el trimestre. Así, al cierre de septiembre de 2001, la tasa de crecimiento anual del índice de precios subyacente resultó de 5.93 por ciento, mientras

que en junio había sido de 6.36 por ciento (Gráfica 1). Aunque al final del trimestre la inflación subyacente anual se ubicó por debajo de la general, en los primeros dos meses del lapso de referencia ocurrió lo contrario. Lo señalado, debido a los altibajos que registró la tasa de incremento anual del INPC. Esto último fue reflejo de la volatilidad de los precios de los bienes y servicios que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente. Por un lado, la inflación anual del subíndice de los precios administrados y concertados por el sector público disminuyó 3.81 puntos porcentuales. Por otro, en el mismo periodo, la inflación anual del subíndice de los precios agropecuarios se elevó 4.28 puntos porcentuales (Cuadro 1). Así, en un entorno de mayor estabilidad, las variaciones acentuadas de los precios de ciertos bienes y servicios tienen una incidencia más significativa sobre el promedio que representa el INPC. Lo indicado corrobora que la inflación subyacente, la cual excluye de su canasta a los precios más volátiles, es un indicador más confiable de la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios.

Cuadro 1

Indices de Precios: INPC, Subyacente, Productos Agropecuarios, Servicios Educativos y Administrados y Concertados

Por ciento

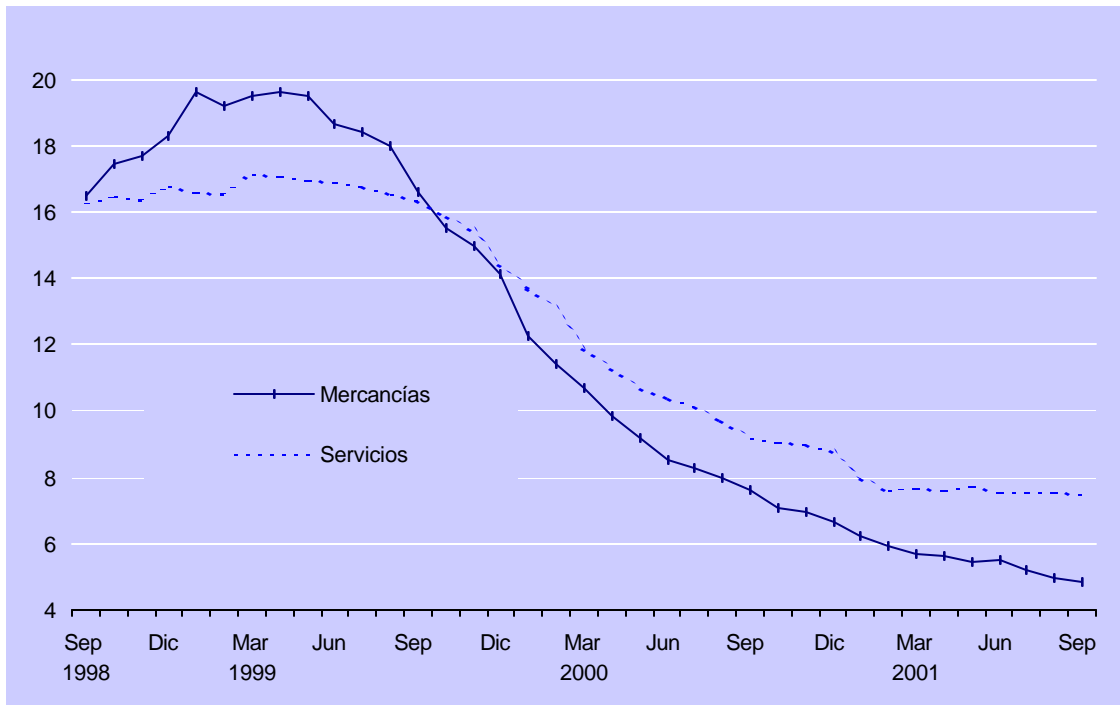
	Variaciones Anuales			Variaciones Trimestrales		
	Sep 2001/ Sep 2000	Jun 2001/ Jun 2000	Sep 2000/ Sep 1999	Sep 2001/ Jun 2001	Jun 2001/ Mar 2001	Sep 2000/ Jun 2000
	INPC	6.14	6.57	8.85	1.27	0.97
Subyacente	5.93	6.36	8.26	0.73	1.28	1.14
Mercancías	4.85	5.52	7.64	0.31	1.03	0.95
Servicios	7.52	7.58	9.19	1.35	1.63	1.41
Agropecuarios	6.63	2.35	5.42	4.99	2.96	0.77
Educación	14.06	14.49	15.08	11.78	0.59	12.20
Administrados y Concertados	5.06	8.87	12.41	-1.07	-1.27	2.51

En el trimestre que se reporta, la inflación subyacente anual de las mercancías tuvo un desempeño diferenciado de la de los servicios. El primero de dichos indicadores descendió en este trimestre a un ritmo más rápido que en el anterior, ubicándose al cierre de septiembre en 4.85 por ciento, mientras que en junio había terminado en 5.52 por ciento. En contraste, la inflación anual subyacente de los servicios permaneció prácticamente sin variación. En septiembre dicho indicador terminó en 7.52 por ciento, nivel ligeramente inferior al de 7.58 por ciento observado en junio (Gráfica 2).

El avance conseguido durante 2001 en cuanto a la reducción de la inflación subyacente de mercancías se explica

principalmente por la estabilidad del tipo de cambio. Por otra parte, la rigidez a la baja de la inflación subyacente de los servicios es atribuible a que los incrementos de los salarios reales han excedido a las ganancias en productividad. Esto último ha causado que aumenten los costos unitarios de la mano de obra y ello ha repercutido en mayor medida sobre los precios de los servicios¹.

Gráfica 2 **Indices de Precios Subyacentes: Mercancías y Servicios**
Variación anual en por ciento



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

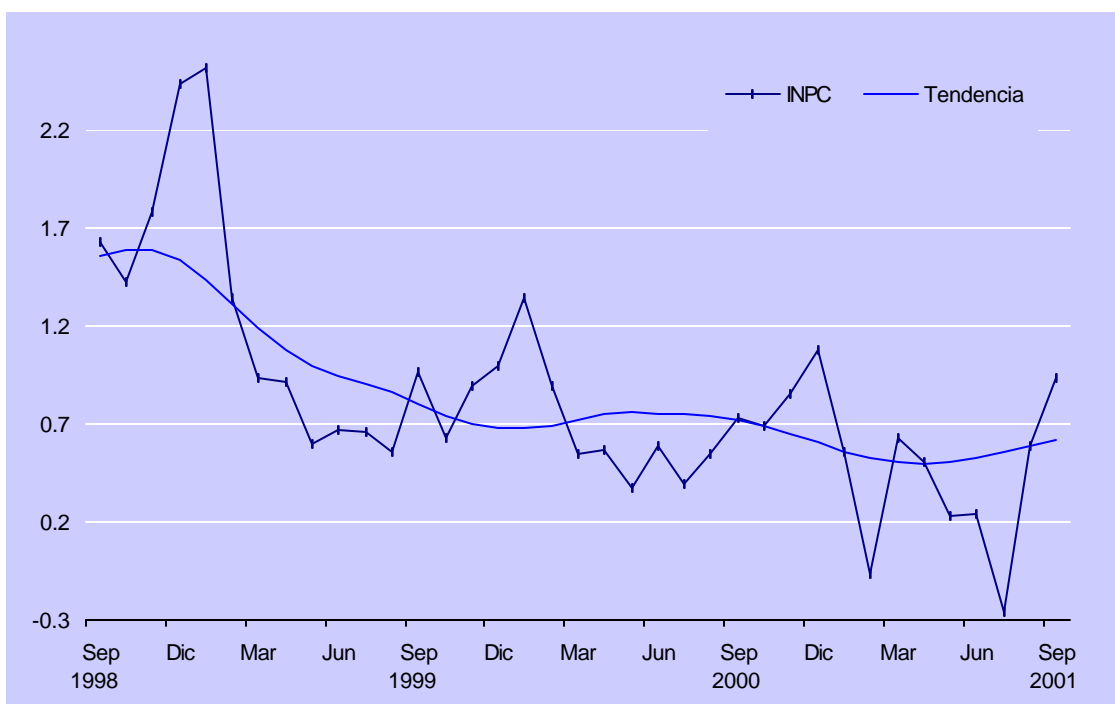
En julio la inflación mensual resultó negativa, habiendo sido la disminución más pronunciada en un mes del nivel general de precios desde 1968, año en que inició el cálculo del INPC². Lo anterior se explica por dos influencias: i) por la desinflación mensual que experimentaron los precios de las mercancías y ii) por la disminución de 1.5 puntos porcentuales que mostró el subíndice de los precios administrados y concertados, atribuible a una baja de 13.1 por ciento del precio del gas doméstico. En agosto y

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 las mercancías. Un ejemplo de lo anterior puede encontrarse en el siguiente trabajo: "Determinantes del Nivel de Precios y la Dinámica Inflacionaria en México", Daniel Garcés, Documento de Investigación del Banco de México No. 9907.

² Antes de 1968 la inflación se calculaba con base en el Índice de Precios al Mayoreo de la Ciudad de México.

septiembre la inflación mensual medida por el INPC repuntó, tanto como consecuencia de los elevados incrementos que tuvieron los precios de los productos agropecuarios como de la actualización de las colegiaturas que ocurre al inicio del ciclo escolar. El efecto de estas alzas y la estabilidad de la inflación subyacente de servicios dieron lugar a que la medida estadística de tendencia³ aumentara (Gráfica 3).

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



Los pronósticos de los analistas del sector privado al inicio del tercer trimestre de 2001 respecto de la inflación del INPC que se acumularía en el periodo fueron mayores que el resultado conseguido. Esto fue consecuencia de una sobrestimación significativa de la inflación para julio y de una subestimación de menor magnitud para las de agosto y septiembre (Cuadro 2). Cabe señalar que en buena parte los errores de predicción se debieron a la volatilidad de los precios de los bienes y servicios que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente. Otro factor explicativo, aunque de menor relevancia, provino de un error de pronóstico de la propia inflación subyacente.

³ Calculada mediante el procedimiento estadístico denominado X12 ARIMA. Este método suaviza la serie original mediante la utilización de promedios móviles.

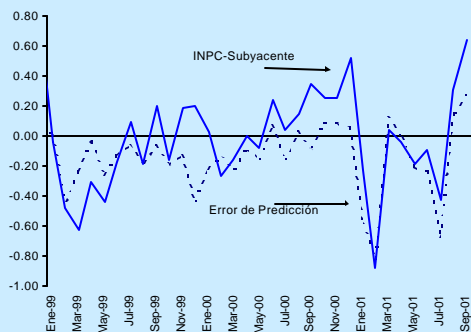
Revisiones de los Pronósticos de Inflación del Sector Privado

Los pronósticos sobre la inflación de mediano plazo se han caracterizado en tiempos recientes por registrar revisiones drásticas, en respuesta a movimientos no anticipados de la inflación mensual observada del INPC. Ajustes bruscos en las expectativas generan incertidumbre, repercutiendo negativamente sobre las tasas de interés, las negociaciones salariales y, en general, sobre todos los contratos que fijan un precio por un periodo determinado (por ejemplo, las colegiaturas, la renta de vivienda, etc.). Las expectativas han reaccionado tal vez excesivamente a los movimientos no esperados de la inflación general, causados por la volatilidad de los subíndices de precios que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente.

El pronóstico de la inflación mensual del INPC que se utiliza para este análisis es el promedio de las previsiones que recaba el Banco de México entre un número amplio de analistas económicos del sector privado. Este se publica mensualmente en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado. Por otra parte, se define como error de predicción la diferencia entre la inflación mensual observada del INPC y el pronóstico que se realizó un mes antes. Así, el error de predicción en septiembre se calcula como la brecha entre la inflación mensual registrada en ese mes y la esperada en agosto para septiembre.

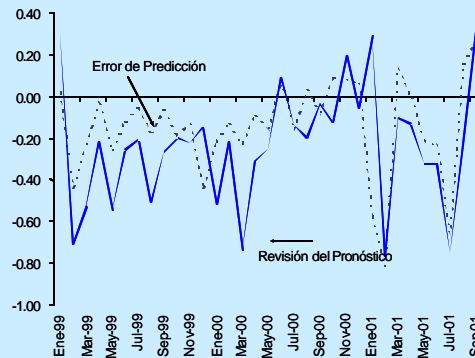
El error de predicción de la inflación mensual del INPC se asocia de manera estrecha con las variaciones de los precios de los bienes y servicios que no se incluyen en el cálculo de la inflación subyacente (Gráfica 1). La razón de ello reside en que, por definición, los precios de ese conjunto de bienes y servicios excluidos son los de mayor volatilidad. En consecuencia, ello dificulta la predicción de su evolución.

GRÁFICA 1
ERROR DE PREDICCIÓN Y DIFERENCIA ENTRE LA INFLACIÓN MENSUAL DEL INPC Y LA SUBYACENTE. POR CIENTO ANUAL



Los errores en los pronósticos de la inflación mensual del INPC han dado lugar a modificaciones significativas, y más que proporcionales, del pronóstico de la inflación que se acumulará al cierre del año (Gráfica 2). Según estimaciones realizadas por el Banco de México, un error de predicción en la inflación mensual del INPC de 1 punto porcentual produce una revisión del pronóstico de la inflación para el cierre de año de hasta 1.25 puntos porcentuales.

GRÁFICA 2
ERROR DE PREDICCIÓN Y REVISIÓN DEL PRONÓSTICO DE LA INFLACIÓN DEL INPC PARA EL CIERRE DEL AÑO POR CIENTO ANUAL



Las significativas modificaciones registradas en los pronósticos de la inflación general para el cierre de año probablemente son atribuibles a dos causas: a que las perturbaciones no esperadas (positivas o negativas) que afectan a los subíndices de precios excluidos del cálculo de la inflación subyacente se consideran permanentes y a que incluso pueden repetirse. No obstante lo señalado, la evidencia indica que las variaciones extremas en los subíndices de los precios agropecuarios y de los administrados y concertados tienden a revertirse parcialmente en el mediano plazo.

En conclusión, los pronósticos de la inflación general a mediano plazo han sobreaccionado a perturbaciones de los subíndices de precios que se excluyen del índice de inflación subyacente. Es de esperarse que esta práctica se modere, conforme se adquiera una mejor comprensión del proceso de formación de precios en un ambiente de baja inflación. Ello debería conducir a que desaparecieran los efectos perniciosos que provocan los cambios súbitos en las expectativas de inflación. Lo anterior resalta la importancia del subíndice de precios subyacente como indicador de la tendencia del crecimiento de los precios a mediano plazo.

Cuadro 2 Inflación Mensual Observada y Esperada

Por ciento

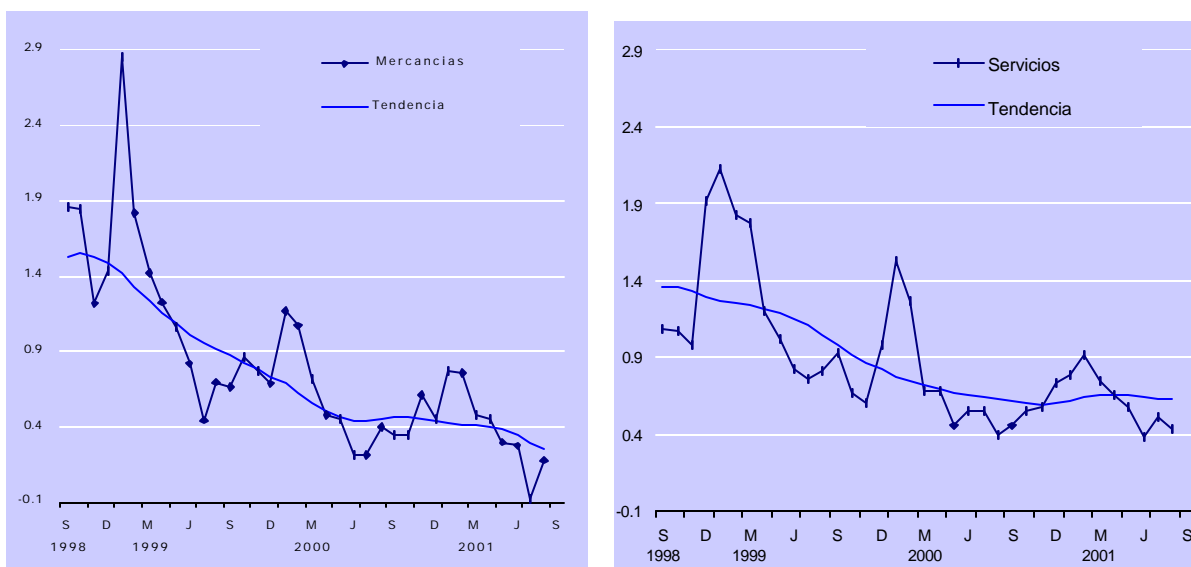
	2001		2000	
	Observada	Esperada 1/	Observada	Esperada 1/
Julio	-0.26	0.41	0.39	0.55
Agosto	0.59	0.48	0.55	0.54
Septiembre	0.93	0.78	0.73	0.83

1/ Inflación esperada en junio de 2001 según la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba el Banco de México.

La serie de tendencia de la inflación mensual subyacente de los servicios, al igual que la inflación anual de este subíndice, no registró una variación importante en el trimestre analizado (Gráfica 4). En contraste, se acentuó el descenso de la serie de tendencia de la inflación mensual subyacente de mercancías. Cabe apuntar que este resultado estuvo influido decisivamente por la inusitada disminución que tuvo en julio la inflación subyacente de las mercancías.

Gráfica 4 Índices de Precios Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios

Variación mensual en por ciento



II.1.3. Índice Nacional de Precios Productor

Al igual que la del INPC, la inflación anual del INPP registró altibajos durante el tercer trimestre de 2001, mostrando al cierre del periodo un ligero aumento. En septiembre, el incremento anual del INPP sin petróleo y sin servicios fue de 4.67 por ciento, mientras que en junio había resultado de 4.46 por ciento. El mayor descenso conseguido en el trimestre fue en julio, mes en el que el componente de demanda interna del INPP experimentó una variación negativa. Esta última como reflejo de la significativa reducción que mostró el precio del gas licuado. Este avance se revirtió en agosto y septiembre principalmente por la depreciación del tipo de cambio, aunque en ese segundo mes también pesó el alza del precio del gas licuado. Los movimientos del tipo de cambio tienen una incidencia elevada sobre los precios de los bienes que integran este índice, ya que usualmente éstos se comercian internacionalmente.

La evidencia estadística sugiere que las variaciones del subíndice de demanda interna del INPP sin petróleo y sin servicios preceden a las del subíndice subyacente de las mercancías. Por dicha razón, la evolución reciente del aludido indicador es una señal que advierte acerca de una posible incidencia desfavorable sobre el proceso de desinflación del subíndice subyacente de las mercancías.

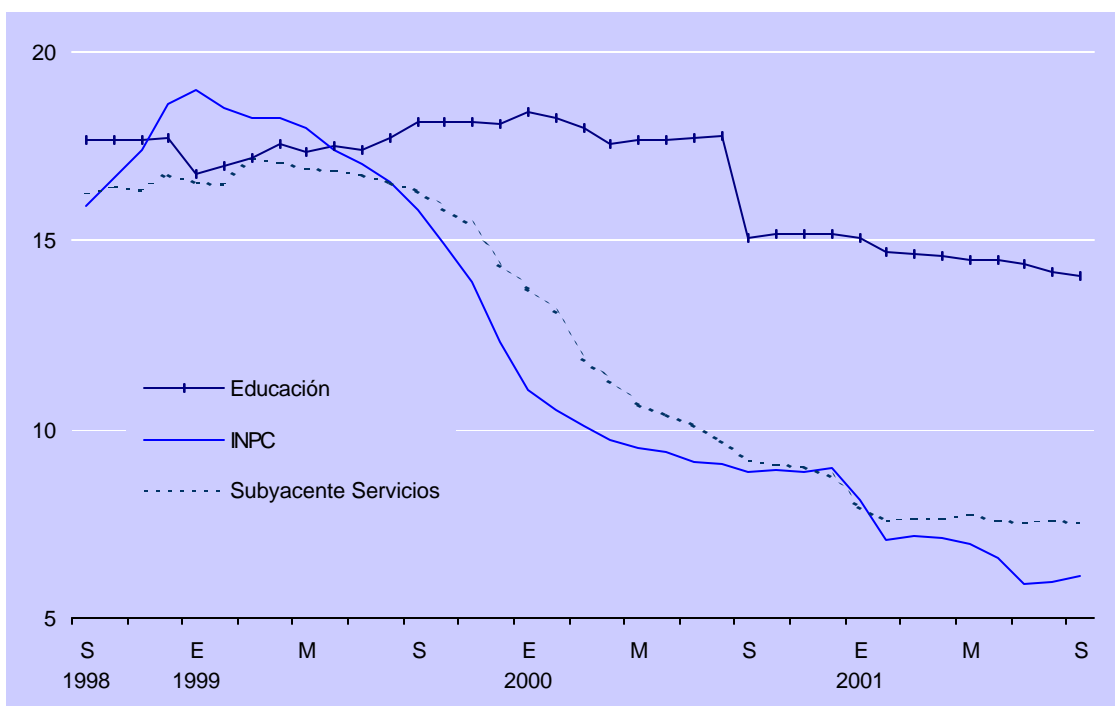
II.1.4. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación

El incremento a tasa mensual del subíndice de los precios de la educación en septiembre de 2001 resultó de 10.46 por ciento. Ello fue reflejo del aumento de las colegiaturas que ocurre al inicio de cada ciclo escolar⁴. Como referencia, en el mismo mes del año previo este subíndice tuvo un alza de 10.55 por ciento. Así, al cierre del trimestre reportado la tasa de crecimiento anual del subíndice de los precios de la educación fue de 14.06 por ciento. Por tanto, no se observó, como ocurrió en el tercer trimestre de 2000, una reducción significativa con respecto al resultado del trimestre precedente (Gráfica 5).

⁴ El subíndice de educación tiene una notable estacionalidad. Su elevación más pronunciada ocurre en septiembre (un pequeño aumento se observa usualmente en agosto, por el inicio de clases en algunas preparatorias y universidades). Los incrementos de colegiaturas que tuvieron una mayor incidencia sobre la inflación del trimestre fueron los de las primarias y secundarias. En contraste, las alzas de cuotas en las escuelas para carrera "corta" e idiomas y en las universidades fueron más moderadas.

Sería de esperarse que las colegiaturas respondieran a la evolución de las expectativas de inflación y de los salarios, ya que la educación es un bien no comerciable. Por tanto, la rigidez a la baja que ha exhibido la tasa anual de crecimiento de las colegiaturas constituye una evidencia adicional del efecto adverso que han tenido sobre la inflación los elevados incrementos salariales. Ello, a pesar de que las expectativas de inflación se han ajustado continuamente a la baja. El efecto descrito ha sido aún más pronunciado en el sector de la educación que en el resto de la economía. Esto se hace patente al compararse la evolución del subíndice de los precios de la educación con la del índice subyacente de servicios y al notar que las revisiones al alza de los precios en el sector educativo han superado a las observadas en el resto de los servicios.

Gráfica 5 Subíndice de Precios de la Educación e INPC
Variación anual en por ciento



En el periodo julio-septiembre, el subíndice de precios de los productos agropecuarios acumuló un incremento de 4.99 por ciento, habiendo sido el mayor registrado durante el año. Los productos cuyos precios sumaron los mayores aumentos durante el trimestre fueron los siguientes: naranja (60.99 por ciento), frijol (19.35 por ciento) y jitomate (15.52 por ciento).

Determinantes de la Inflación del Subíndice de Precios de la Educación

Durante los últimos cinco años las colegiaturas se han incrementado en una mayor proporción que la mayoría de los precios de la economía. De septiembre de 1997 a septiembre de 2001, las colegiaturas aumentaron 17.6 puntos porcentuales más que el INPC. Además, en dicho período, las alzas de las colegiaturas también superaron a las del subíndice de precios subyacente de los servicios en 14.9 puntos porcentuales. En este recuadro se analizan algunas de las posibles causas de este fenómeno.

A raíz de la crisis de 1995, el precio relativo de la educación (subíndice de precios de la educación entre el INPC) disminuyó. De septiembre de 1994 a septiembre de 1997 dicho concepto se redujo 22.7 por ciento. No obstante lo anterior, el precio relativo de las colegiaturas alcanzó su nivel más alto de los últimos veinte años en septiembre de 1994, el cual probablemente excedía el nivel de equilibrio de largo plazo, por lo que no necesariamente es una buena referencia. Actualmente el precio relativo de la educación se encuentra cerca del máximo histórico (Gráfica 1).

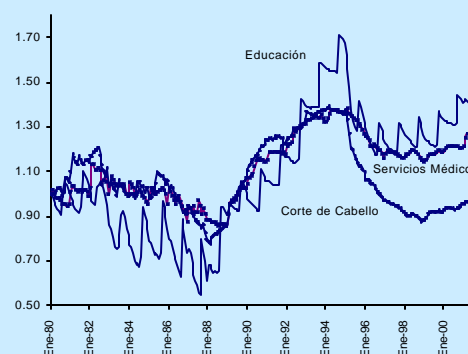
En principio las colegiaturas deberían responder principalmente a las expectativas de inflación y a los salarios. Ello, toda vez que la educación es un bien no comerciable. Puesto que las expectativas de inflación han disminuido, la rigidez de la inflación en las colegiaturas debe atribuirse primordialmente a los incrementos que han experimentado los salarios reales de los trabajadores de la educación. Por otra parte, el vigor que mostró la demanda agregada hasta el inicio de este año probablemente se tradujo en presiones de demanda de servicios educativos. El subsecuente debilitamiento de la demanda agregada no se reflejó en una disminución del precio relativo de dichos servicios. La razón es que las decisiones sobre los incrementos de las colegiaturas se toman usualmente meses antes del inicio de las clases, que es cuando los aumentos se hacen efectivos.

La fortaleza que exhibió la demanda agregada hasta el inicio de 2001 y la continua elevación que han registrado los costos unitarios de la mano de obra se han reflejado en un aumento de los precios relativos de la mayoría de los servicios. Sin embargo, este fenómeno ha sido más pronunciado en el caso de la educación. Al respecto, la tasa de crecimiento anual del subíndice de los precios de la educación ha superado desde hace cinco años a la del subíndice de precios subyacente de los servicios. Esto puede deberse a varias razones, entre las cuales destacan las siguientes:

1. Los servicios que recibe un consumidor utilizan en su producción insumos que son comerciables y no comerciables. Por ejemplo, el servicio que ofrece un restaurante requiere de alimentos (comerciable) y de la preparación y presentación de los mismos (no comerciable). Así, es posible que en la educación los insumos no comerciables tengan un mayor peso que en el caso de otros servicios. Ello implica que el aumento de los costos unitarios de la mano de obra tiene una mayor incidencia sobre los costos de operación de una escuela que en otras empresas de servicios;

2. Los incrementos reales en sus precios que puede acordar una empresa dependen en gran medida de la competencia que enfrenta. Una empresa con un poder de mercado alto, ante cambios en la demanda agregada o en los costos unitarios, puede modificar sus precios en mayor proporción que una empresa con bajo poder. Es probable que las escuelas tengan un mayor poder de mercado que otras empresas de servicios. Esto, en la medida que le resulta muy costoso a un estudiante cambiarse de una escuela a otra. Así, el precio relativo de la educación ha experimentado en los últimos veinte años reducciones y alzas más pronunciadas que las de los precios relativos de los servicios médicos (cuyo poder de mercado probablemente es inferior al de las escuelas) y del corte de cabello (cuyo poder de mercado es bajo)(Gráfica 1); y

GRÁFICA 1
PRECIO RELATIVO DE LA EDUCACIÓN, SERVICIOS MÉDICOS
Y CORTE DE CABELLO
Enero de 1980=1



3. La prolongada huelga de la UNAM que ocurrió entre 1999 y 2000 pudo haber presionado a la demanda por educación media y superior. Sin embargo, como se señaló en el Informe sobre la Inflación: Julio-Septiembre de

2000, aún cuando ello pudo haber ejercido un efecto alcista sobre las colegiaturas, no explica los incrementos de las misma en los grados inferiores, los cuales han sido muy similares a los de la universidad. Es de notar que el aumento real de las colegiaturas en carreras cortas e idiomas ha sido significativamente menor que en el resto de los grados (Cuadro 1).

CUADRO 1
PRECIO RELATIVO DE LOS COMPONENTES DEL SUBÍNDICE DE
PRECIOS DE LA EDUCACIÓN
Septiembre de 1988=1

	Educación	Jardín de Niños	Primaria	Secundaria	Preparatoria	Universidad	Carrera Corta
Sep / 1988	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Sep / 1990	1.18	1.16	1.13	1.19	1.16	1.23	1.25
Sep / 1992	1.52	1.50	1.49	1.56	1.54	1.67	1.44
Sep / 1994	1.82	1.89	1.89	1.93	1.79	1.88	1.56
Sep / 1995	1.51	1.60	1.59	1.60	1.49	1.58	1.26
Sep / 1996	1.40	1.49	1.50	1.48	1.40	1.55	1.07
Sep / 1997	1.41	1.48	1.51	1.48	1.41	1.61	1.04
Sep / 1998	1.43	1.51	1.56	1.53	1.41	1.64	1.01
Sep / 1999	1.46	1.56	1.61	1.57	1.44	1.65	1.02
Sep / 2000	1.54	1.65	1.72	1.67	1.53	1.77	1.03
Sep / 2001	1.65	1.78	1.85	1.80	1.66	1.88	1.10

En conclusión, el incremento real que han mostrado las colegiaturas es atribuible en lo principal a los aumentos en los costos unitarios de la mano de obra y a la fortaleza que

caracterizó a la demanda agregada hasta el primer trimestre de 2001. Ambos factores pudieron haber tenido un impacto mayor sobre los precios de la educación que sobre los de otros servicios. Lo anterior, debido al alto componente de bienes intermedios no comerciables que incorpora la educación, y también al mayor poder de mercado que tienen las escuelas en comparación con la mayoría de las empresas de servicios.

Actualmente, el precio relativo de la educación se encuentra cercano al máximo histórico de los últimos veinte años, y la demanda agregada se ha debilitado a partir del segundo trimestre de este año. Por ello, es de esperarse que en 2002 los incrementos en las colegiaturas se moderen significativamente. De no ocurrir, ello constituiría evidencia de que el poder de mercado que tienen las escuelas representa un obstáculo para la convergencia de la inflación de la educación con la inflación general.

II.2. Principales Determinantes de la Inflación

En esta sección se analizan los principales factores que inciden sobre la evolución de la inflación. En primer lugar se examina la evolución del entorno internacional. Ello es relevante ya que dicho entorno, a través de sus efectos sobre las cuentas externas del país, incide en la determinación del tipo de cambio, la producción, la demanda agregada y los precios. A continuación, se revisa el comportamiento de los salarios y de la productividad. Estos son determinantes directos de los costos unitarios de la mano de obra, los cuales se han constituido en una influencia 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 comportamiento 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 el comportamiento de los precios administrados y concertados por el sector público. Como se explica ampliamente en el texto, dichos precios tienen una incidencia directa muy significativa sobre la inflación del INPC.

II.2.1. Entorno Externo

La desaceleración de la economía de los Estados Unidos y los ataques terroristas del 11 de septiembre fueron los fenómenos que dominaron el entorno externo de la economía mexicana en el periodo. El comportamiento del resto de las economías del mundo fue poco vigoroso y había llevado a la reducción del pronóstico de expansión mundial aun antes de los sucesos del 11 de septiembre (Cuadro 3), tendencia que se intensificó posteriormente. En el segundo y tercer trimestres de 2001 se observó un crecimiento prácticamente nulo de la economía mundial y una sincronización elevada del ciclo económico global. Ambos acontecimientos no habían coincidido en los últimos treinta años. En razón de lo inusual de esta coyuntura, en la actualidad el análisis prospectivo de la economía mundial es muy incierto.

Cuadro 3

Pronósticos del FMI para el Crecimiento del Producto Interno Bruto

Variaciones en por ciento

	Mayo		Octubre	
	2001	2002	2001	2002
Mundo	3.2	3.9	2.6	3.5
Economías Avanzadas	1.9	2.7	1.3	2.1
EUA	1.5	2.5	1.3	2.2
Japón	0.6	1.5	-0.5	0.2
Alemania	1.9	2.6	0.8	1.8
Francia	2.6	2.6	2.0	2.1
Italia	2.0	2.5	1.8	2.0
Reino Unido	2.6	2.8	2.0	2.4
Canadá	2.3	2.4	2.0	2.2
Resto	3.0	3.8	1.9	3.3
Unión Europea	2.4	2.8	1.8	2.2
NICs de Asia	3.8	5.5	1.0	4.3
Latinoamérica	3.7	4.4	1.7	3.6

Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, mayo 1º y octubre 1º de 2001. Estos pronósticos no incorporan los efectos de los ataques terroristas del 11 de septiembre.

A pesar de la perturbación adversa que experimentó la economía global durante septiembre, las fluctuaciones de las variables financieras en México se dieron sin sobresaltos. Al respecto, la percepción del riesgo país se deterioró, el tipo de cambio se depreció y las tasas de interés aumentaron hacia finales del trimestre. Finalmente, durante el trimestre el precio de la mezcla mexicana de petróleo se mantuvo por encima del anticipado al inicio del mismo. Sin embargo, hacia el cierre de septiembre esta cotización experimentó una caída importante, situándose en los niveles más bajos del año.

II.2.1.1. Precio del Petróleo

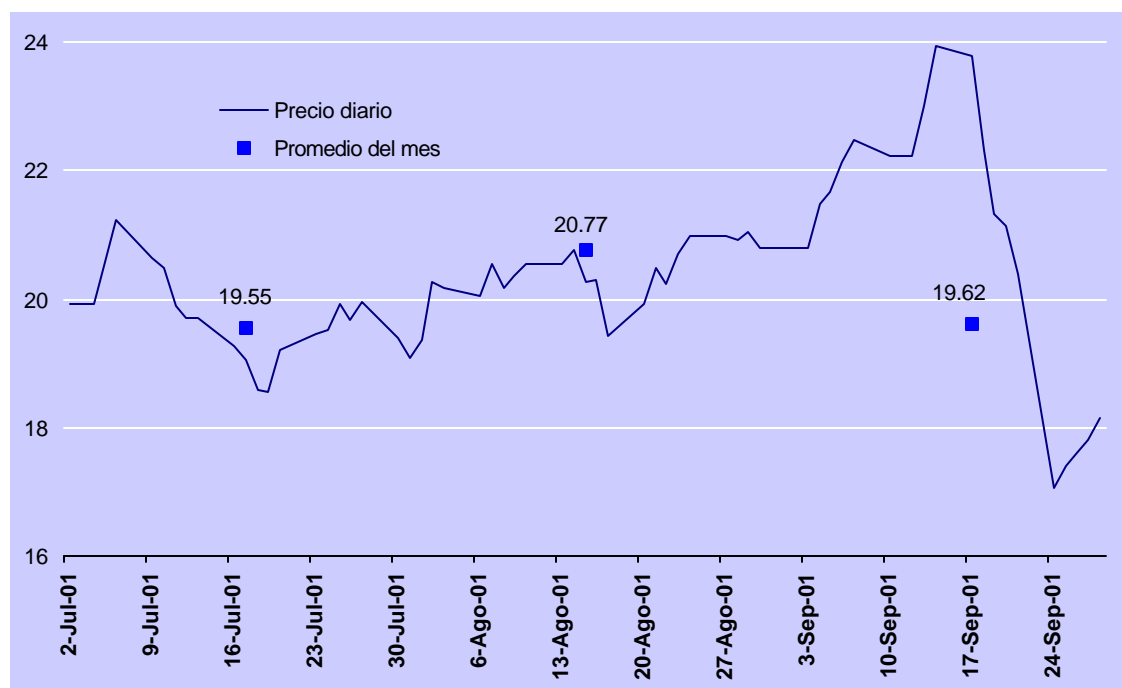
En el tercer trimestre de 2001, el nivel promedio del precio internacional del petróleo⁵ se ubicó en 26.7 dólares por barril, 1.3 dólares menor que en abril-junio. Aunque la desaceleración global continuó presionando hacia la baja a ese precio, la intensificación de las hostilidades entre Israel y Palestina y la decisión de los países miembros de la OPEP de reducir sus cuotas de producción, contribuyeron al repunte que ocurrió con posterioridad durante julio y agosto. Como secuela del nerviosismo asociado a los ataques terroristas del 11 de septiembre, la volatilidad del precio internacional aumentó hacia finales del trimestre. Esto se debió a la gran incertidumbre prevaleciente en cuanto a las condiciones que afectan tanto a la demanda como a la oferta de crudo. Por el lado de la oferta, la posibilidad de un conflicto militar más amplio provocó presiones hacia el incremento de la cotización. Por el lado de la demanda, la revisión a la baja de los pronósticos de crecimiento mundial y la reducción de la demanda de combustible para las aerolíneas dieron lugar a presiones a la baja. La estrategia diplomática adoptada por el gobierno de los Estados Unidos en respuesta a los ataques y la ausencia de una reacción militar inmediata llevaron a los principales analistas a esperar, en caso de que se presentase, un conflicto armado muy localizado que no generaría interrupciones importantes en la oferta mundial de crudo. Así, después de la escalada alcista que ocurrió en los días siguientes al ataque, ha dominado la influencia de la demanda y el precio se ha estabilizado transitoriamente en niveles inferiores a los que prevalecían antes de los atentados.

⁵ Crudo marcador de referencia: WTI.

Gráfica 6

Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo de Exportación en 2001

Dólares por barril



FUENTE: Pemex

En el trimestre julio-septiembre de 2001, el precio promedio de la mezcla mexicana de exportación de petróleo registró un nivel de 19.98 dólares por barril, ligeramente superior al de 19.84 dólares observado en el trimestre anterior. La cotización de la mezcla mexicana en el periodo resultó asimismo superior al pronóstico implícito en los contratos de futuros suscritos al inicio del trimestre. Aunque dicho patrón se ha repetido en cada uno de los pasados tres meses, durante septiembre el precio reflejó la volatilidad experimentada por la cotización internacional, habiendo sufrido una disminución de casi seis dólares en las últimas dos semanas del mes. Asimismo, el diferencial entre el precio de la mezcla mexicana y el WTI se mantuvo en un intervalo entre 5 y 6 dólares por barril.

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

La tasa de crecimiento anual de la economía de los Estados Unidos durante el segundo trimestre de 2001 fue de 0.3 por ciento, registrando así la menor expansión trimestral de los últimos ocho años⁶. En el trimestre julio-septiembre continuó el debilitamiento de la actividad económica, a lo cual se sumó la

⁶ Esta cifra se refiere a la tasa de crecimiento trimestral anualizado.

perturbación de la confianza que se derivó del ataque terrorista del 11 de septiembre. Si bien dicho suceso aumentó la probabilidad de que en el corto plazo la economía estadounidense experimente una recesión, la respuesta inmediata de la política económica ha generado la expectativa de una recuperación en el segundo semestre de 2002.

Para el análisis de la evolución de la economía de los Estados Unidos durante el trimestre julio-septiembre, resulta conveniente destacar primeramente lo ocurrido hasta antes de los ataques terroristas, para a continuación explorar las repercusiones de esos acontecimientos. Así, en el periodo de julio a principios de septiembre, la incipiente mejoría que experimentó el sector industrial no evitó que la pérdida de vigor sufrida a lo largo del año se reflejara en un aumento de la tasa de desempleo. Aunque durante julio y agosto se sostuvo el ritmo de expansión del gasto en consumo, la reducción acumulada en el empleo y el persistente deterioro del mercado de valores, le transmitieron la debilidad que ha mantenido el sector industrial durante los últimos 12 meses e incidieron adversamente sobre la confianza de los consumidores. Debido a que el consumo privado había sido hasta entonces el motor que evitó que la economía cayera en recesión, la posibilidad de una nueva disminución del crecimiento de dicho componente del gasto hacía vislumbrar que la debilidad de la actividad económica continuaría en los siguientes meses. Dicho diagnóstico se sustentaba en la información siguiente:

- (a) El Índice de la Encuesta de la Asociación Nacional de Gerentes de Compras (NAPM), que es un indicador adelantado de la actividad industrial, se situó en el tercer trimestre del año, en un nivel promedio de 46.2 puntos. Este último, por ser inferior a 50 puntos, es indicativo de una contracción del sector manufacturero;
- (b) Estabilización en la caída de los pedidos de bienes durables. Durante julio y agosto éstos disminuyeron 0.5 por ciento, en promedio, después de haberlo hecho en 1.8 por ciento durante el trimestre abril-junio;
- (c) Aumento de la tasa de desempleo de 4.5 por ciento en julio a 4.9 por ciento en septiembre;
- (d) Deterioro de los indicadores relativos al mercado de bienes raíces. Durante septiembre el Índice del Mercado de la Vivienda se redujo a 56 puntos, su nivel más bajo desde enero del presente año; y

- (e) Caída de los indicadores adelantados del consumo privado. A principios de septiembre se observó un deterioro de las ventas departamentales, así como del Índice de Confianza del Consumidor que calcula la Universidad de Michigan. El 11 de septiembre el Índice Redbook de ventas al menudeo registró una baja de 0.9 por ciento con respecto al dato reportado la semana previa. El Índice de Confianza del Consumidor, que durante el trimestre anterior se había mantenido entre 88 y 93 puntos, registró durante la primera quincena de septiembre una disminución de 8 puntos.

De lo anterior se desprende que los ataques terroristas se dieron en un contexto en el que las perspectivas de recuperación de la economía estadounidense venían ya deteriorándose de forma notoria. Aunque todavía es prematuro realizar una evaluación confiable del impacto de estos acontecimientos, es probable que sus principales repercusiones se den a través de los siguientes canales:

- (a) El efecto inmediato de la paralización parcial de la actividad en los días subsiguientes a los ataques y la perturbación adversa sobre sectores específicos como aeronáutica, seguros, turismo y entretenimiento;
- (b) La consecuencia más importante en el mediano plazo se dará a través de un ajuste a la baja del gasto de consumo, rubro que había sido el sustento de la actividad durante los últimos trimestres;
- (c) La contracción de las utilidades de las empresas y el aumento de la aversión al riesgo podrían dar lugar a una disminución del gasto de inversión; y
- (d) El relajamiento de la política monetaria y la expansión fiscal podrían propiciar aumentos significativos del producto hacia el segundo semestre de 2002.

Los sucesos aludidos agudizaron la reducción de las cotizaciones en las bolsas de valores que venía ocurriendo desde mayo del presente año. La caída del índice Dow Jones del 10 al 28 de septiembre resultó de 7.9 por ciento, mientras que la disminución acumulada del 1º de mayo al cierre de septiembre fue de 18.8 por ciento. A raíz de esto y como consecuencia de los despidos anunciados por las empresas más afectadas, durante la última semana de septiembre el Índice de Confianza que elabora la Universidad de Michigan disminuyó 10 puntos, cerrando en

septiembre en un nivel de 81.8. Las solicitudes de seguro de desempleo volvieron a elevarse llegando a 535 mil durante la semana del 29 de septiembre, y su promedio móvil de cuatro semanas resultó el más elevado desde diciembre de 1991. Por ello, tanto el deterioro patrimonial sufrido como la perturbación adversa sobre la confianza, han aumentado la probabilidad de un nuevo ajuste a la baja del crecimiento del consumo.

A pesar de que al momento de la publicación de este Informe existen pocos datos que ya incorporen los efectos de los sucesos del 11 de septiembre, las expectativas relativas a la expansión de la economía de los Estados Unidos muestran una tendencia a la baja. La opinión de los analistas es, en promedio, que el crecimiento de la economía de los Estados Unidos en el tercer trimestre de 2001 será de -1.1 por ciento y de 0.9 por ciento para todo el año (Cuadro 4). Cabe resaltar que debido a las circunstancias por las que atraviesa dicha economía, la incertidumbre a la que están sujetos estos pronósticos es sustancialmente más elevada que la usual.

Cuadro 4 **Pronósticos de Crecimiento para los Estados Unidos en 2001**
Variaciones en por ciento

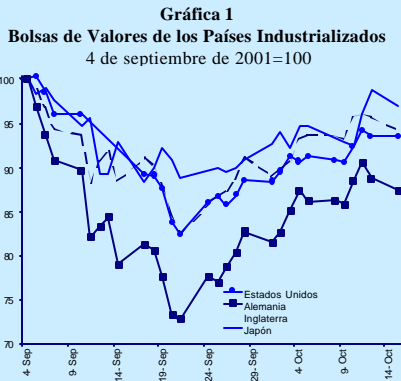
	Antes del 11 de Septiembre			Después del 11 de Septiembre		
	III 01	IV 01	2001	III 01	IV 01	2001
Consensus Forecast	1.6	2.8	1.6	-0.5	-0.8	1.0
Deutsche Bank	1.5	2.5	1.6	-0.9	-2.6	1.0
Goldman Sachs	1.0	2.5	1.5	-0.5	-2.5	1.0
JP Morgan	0.0	1.5	1.3	-2.5	-1.5	0.8

Ante la desaceleración de la economía, durante su reunión del 21 de agosto la Reserva Federal anunció una disminución de 25 puntos base de su objetivo para la tasa de fondos federales. A partir de los ataques terroristas, dicho banco central y los principales institutos centrales del mundo suministraron a los mercados una inyección sustancial de liquidez. Los préstamos que se otorgaron a través de la ventanilla de descuento vinieron acompañados de una provisión extraordinaria de recursos vía operaciones de mercado abierto y de líneas de crédito a otros bancos centrales para proveer de liquidez en dólares a bancos del exterior. Aunado a lo anterior, minutos antes de la reapertura del mercado de valores el 17 de septiembre, la Reserva Federal se inclinó por una reducción adicional de 50 puntos base de la tasa de fondos federales, decisión que se tomó fuera del calendario de reuniones del Comité de Mercado Abierto⁷. Esta medida también vino acompañada de

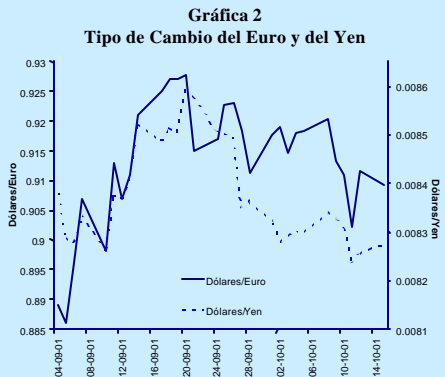
⁷ En la reunión del Comité de Mercado Abierto correspondiente al 2 de octubre, se decidió una reducción adicional de 50 puntos base de la tasa de fondos federales.

Reacción de los Mercados Internacionales ante los Ataques Terroristas en los Estados Unidos.

Los ataques terroristas del 11 de septiembre exacerbaron el desempeño adverso que venían mostrando los mercados financieros internacionales a partir del segundo trimestre de 2001. Dichos sucesos provocaron una aceleración de la caída de las bolsas de valores, tanto de los países desarrollados como de las economías emergentes. Sin embargo, hacia finales del mismo mes la baja se revirtió, resarciéndose, para mediados de octubre en la mayoría de los casos, la totalidad de la pérdida. De modo que, aunque del 10 al 28 de septiembre las bolsas de valores de los Estados Unidos, Alemania, Inglaterra y Japón hayan disminuido 7.9, 7.8, 2.6 y 4.1 por ciento respectivamente, al 15 de octubre la caída resultó de sólo 2.7 y 2.6 para los Estados Unidos y Alemania, mientras que para Inglaterra y Japón se observaron crecimientos de 0.7 y 2.5 por ciento (Gráfica 1).

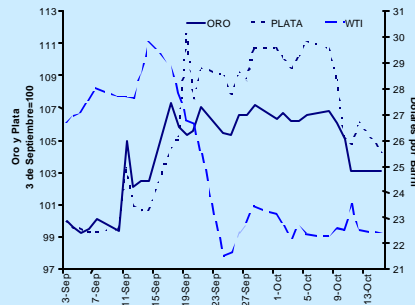


Por otro lado, a raíz de los ataques terroristas, el dólar estadounidense experimentó una depreciación con respecto al euro y al yen. Dicha depreciación resultó transitoria, ya que para el 15 de octubre el tipo de cambio del dólar había recuperado el nivel prevaleciente en la víspera de los sucesos aludidos (Gráfica 2).



La incertidumbre que se apoderó de los mercados internacionales se manifestó asimismo en un incremento del precio internacional del petróleo, el cual sólo duró unos cuantos días. Hacia finales de septiembre, no sólo se revirtió el alza anterior sino que el precio disminuyó a un nivel considerablemente menor que el registrado antes del 11 de ese mes (Gráfica 3). La reducción del precio internacional del petróleo se explica principalmente por el deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial. Por otro lado, los precios de los productos primarios tuvieron una evolución similar, revirtiéndose hacia mediados de octubre el alza registrada después de los ataques terroristas.

Gráfica 3
Precio de los Productos Primarios y del Petróleo



La razón primordial que explica el comportamiento descrito es la rápida reacción de la política económica en los países desarrollados. Así, ante la incertidumbre que surgió inmediatamente después de los ataques, los principales bancos centrales disminuyeron significativamente sus tasas de interés de referencia.

Cuadro 1
Tasas de Interés de Referencia por ciento anual
Por ciento anual

	Reserva Federal de los Estados Unidos	Banco de Canadá	Banco Central Europeo	Banco Nacional de Suiza
14-Sep-01	3.50	4.00	4.25	5.125
17-Sep-01	3.00	3.50	3.75	5.000
02-Oct-01	2.50	3.50	3.75	4.250

En los Estados Unidos, las acciones de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos vinieron acompañadas de un programa fiscal de emergencia. Además, el congreso estadounidense aprobó un paquete fiscal adicional de alrededor de 70 mil millones de dólares. Aunque a la fecha los detalles de dicho paquete complementario no se han definido totalmente, resulta evidente que éste estaría orientado a promover una pronta recuperación de la economía de los Estados Unidos. Es de esperarse que ello repercutiría favorablemente sobre el desempeño de las economías del resto del mundo.

disminuciones de los réditos en las principales economías desarrolladas.

La reacción descrita de la política monetaria fue complementada en los Estados Unidos con un programa fiscal

dirigido a solventar tanto gastos de emergencia como un aumento sustantivo de las erogaciones para defensa. Durante las semanas posteriores a los ataques terroristas se aprobó un paquete de 40 mil millones de dólares para gastos de emergencia y un apoyo de 5 mil millones de dólares para las compañías aéreas⁸. Además, el congreso estadounidense discute actualmente una propuesta que incluye tanto incrementos al gasto público como una disminución adicional de los impuestos⁹.

Ante la severidad de la crisis, la reacción en los Estados Unidos de las políticas monetarias y fiscal fue inmediata. Aun así, dada la desaceleración precedente es probable que dichos estímulos no resulten suficientemente poderosos para compensar los efectos recesivos de corto plazo de sus factores causales. Sin embargo, se espera que las medidas adoptadas de política económica propicien una reactivación hacia el segundo semestre de 2002, la cual sería más vigorosa que la prevista hasta antes de los ataques terroristas.

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

Al igual que en el caso de los Estados Unidos, la actividad económica en los países de la zona del euro se desaceleró durante el segundo trimestre. En ese lapso se registró un crecimiento de apenas 0.1 por ciento. El efecto de la desaceleración global sobre las economías de Europa provocó que en el tercer trimestre disminuyeran tanto las expectativas de expansión como las presiones inflacionarias. Por ello, a fines de agosto el Banco Central Europeo (BCE) redujo su tasa de referencia por segunda vez en el año en 25 puntos base. Dicho ajuste fue seguido de una disminución adicional de 50 puntos durante la tercera semana de septiembre, a consecuencia de la incertidumbre generada por los acontecimientos del 11 de ese mes. El relajamiento de la política monetaria acordado en Gran Bretaña durante el primer semestre del año permitió que su economía resintiera en menor medida el efecto de la desaceleración global. Sin embargo, un ritmo más lento de crecimiento en la Unión Monetaria Europea, su principal socio comercial, contribuyó a un deterioro significativo del desempeño del sector manufacturero británico en el tercer trimestre.

En Japón, la desfavorable evolución del sector industrial vino acompañada de una disminución del crecimiento del consumo durante el primer semestre del año. Por lo anterior, y ante los

⁸ El apoyo a las aerolíneas también incluyó 10 mil millones de dólares en forma de garantías otorgadas por el Gobierno Federal.

⁹ Los analistas estiman que el monto total del paquete de reconstrucción y de reactivación de la actividad económica es del orden de 1 a 1.5 puntos del PIB.

planes de reforma estructural y consolidación fiscal del gobierno japonés, los analistas han reducido su pronóstico de crecimiento para la economía de ese país en 2001 a una tasa cercana a -0.5 por ciento. En las economías emergentes de Asia, la disminución del incremento de las exportaciones intensivas en tecnología continuó reflejando la desaceleración de la economía de los Estados Unidos. Hacia finales del trimestre, ante una nueva revisión a la baja de los pronósticos de expansión de la economía estadounidense, se ha alargado el plazo para una eventual recuperación de las economías de la región.

En Latinoamérica, la agudización de la incertidumbre en Argentina y la desaceleración en los Estados Unidos siguieron incidiendo adversamente, tanto sobre las exportaciones como sobre los flujos de capital hacia algunos de los países del área. Por tanto, al igual que ocurrió en el trimestre anterior, el pronóstico de crecimiento de los analistas privados para la región en 2001 se redujo de 2.6 por ciento en junio a 1.2 por ciento en septiembre.

A principios de julio se agravó la incertidumbre en Argentina. Ello, a consecuencia de una caída significativa de la recaudación fiscal en el segundo trimestre. En dicho mes el rendimiento neto de los bonos argentinos aumentó en aproximadamente 600 puntos base. Aun después de la aprobación del programa de “déficit cero” por parte del congreso, los indicadores del riesgo país mantuvieron una alta volatilidad. Durante la penúltima semana del mes el Fondo Monetario Internacional aprobó una ampliación del programa acordado inicialmente con el gobierno argentino en diciembre pasado¹⁰. Ello provocó una mejoría significativa de la percepción del riesgo país, acompañada de una baja de las tasas de interés internas. El crecimiento del producto durante el segundo trimestre resultó de -0.5 por ciento, menos desfavorable que el esperado, y durante julio mejoraron los indicadores de la industria de la construcción. Sin embargo, en agosto las encuestas sobre la actividad industrial reflejaron una contracción del sector que causó una corrección a la baja de la expectativa de crecimiento para el año, la cual se sitúa actualmente en alrededor de -1.8 por ciento. Asimismo, la caída de 14 por ciento sufrida en septiembre por la recaudación fiscal y la cercanía de las elecciones parlamentarias en octubre, afectaron severamente la percepción del mercado respecto a la viabilidad del programa argentino.

¹⁰ El monto adicional aprobado sumó 8 mil millones de dólares, lo cual implica un total de 22 mil millones a desembolsarse durante los próximos dos años.

Evolución Reciente de Variables Financieras Selectas en Algunos Países de Latinoamérica

Los ataques terroristas del pasado 11 de septiembre provocaron un incremento en la aversión al riesgo. Ello dio lugar a una reasignación de los recursos hacia activos financieros más seguros, como son los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Lo anterior se tradujo en un incremento de la sobretasa de los bonos corporativos en dicho país (Cuadro 1). Las sobretasas de los bonos con calificación Aaa y Baa registraron aumentos de 23 y 27 puntos base, respectivamente, en la semana del 10 al 14 de septiembre en comparación con los datos de la semana precedente. Así, al cierre del mes el aumento de la sobretasa resultó de 53 puntos base para los bonos Aaa y de 56 puntos base para los bonos Baa.

Cuadro 1
Sobretasa de los Bonos Corporativos en los Estados Unidos*
(promedio semanal, puntos base)

	Bonos Aaa	Bonos Baa
Septiembre 3 al 7	208	290
Septiembre 10 al 14	231	317
Septiembre 17 al 21	264	350
Septiembre 24 al 28	261	346
Octubre 2 al 5	254	342

* Promedios semanales de la sobretasa de Bonos Corporativos en los Estados Unidos con respecto al Bono del Tesoro a 10 años. Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

El fenómeno explicado causó que las variables financieras de la mayoría de las economías emergentes de América Latina experimentaran volatilidad y que los activos emitidos por las mismas perdieran valor. En la segunda semana de septiembre, después de los atentados, hubo un deterioro de la percepción del riesgo país de todas las naciones de la zona. La sobretasa del EMBI Global se elevó 126 puntos base para Argentina y 85 puntos base para Brasil (Cuadro 2). En contraste, para Chile y México estos incrementos resultaron menores, de 14 y 35 puntos base, respectivamente. Al cierre del mes la sobretasa del EMBI Global se elevó para Argentina, Brasil, Chile y México. El incremento respectivo fue de 183, 230, 33 y 90 puntos base, con relación a los niveles observados a principios del periodo.

Cuadro 2
Sobretasa del EMBI*
(promedio semanal, puntos base)

	Argentina	Brasil	Chile	México
Septiembre 3 al 7	1442	940	197	343
Septiembre 10 al 14	1569	1025	211	377
Septiembre 17 al 21	1620	1094	229	401
Septiembre 24 al 28	1626	1170	230	433
Octubre 2 al 5	1776	1216	230	434
Octubre 8 al 12	1862	1191	234	404

* Promedios semanales de la sobretasa del EMBI Global de JP Morgan al 12 de octubre. El índice EMBI Global de J.P. Morgan incluye bonos emitidos por deudores soberanos o cuasi-soberanos como los Brady, Eurobonos, créditos comerciales e instrumentos emitidos localmente pero denominados en dólares. La diferencia con otros índices de precios de bonos emitidos por mercados emergentes es que se calcula para un mayor número de países, aunque ello implica la inclusión de instrumentos menos líquidos que los empleados en la estimación de otros índices. En particular, la cantidad limitada de endeudamiento en dólares de Chile lleva a que el precio de sus bonos no se incluyan en índices que sólo incorporan instrumentos de muy alta liquidez.

En la segunda semana de septiembre, las tasas de interés internas aumentaron en Argentina, Brasil y México de (42, 43 y 11 puntos base, respectivamente). En Chile experimentaron un descenso de 8 puntos base. En el mes, la tasa de interés en Chile acumuló una disminución de 53 puntos base, mientras que en Argentina, Brasil y México las tasas internas subieron (105, 258 y 75 puntos base, respectivamente).

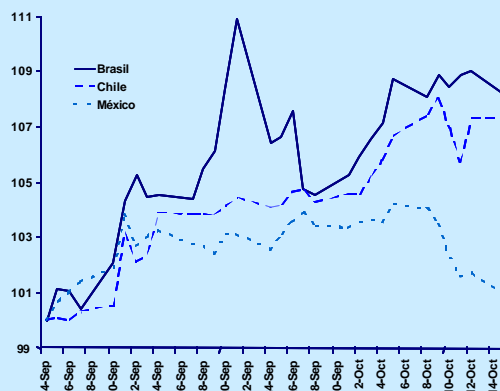
Cuadro 3
Tasas de Interés Internas de Corto Plazo*
(promedio semanal, por ciento anual)

	Argentina	Brasil	Chile	México
Septiembre 3 al 7	20.24	16.26	7.45	8.90
Septiembre 10 al 14	20.66	16.69	7.37	9.01
Septiembre 17 al 21	20.64	17.44	7.09	9.40
Septiembre 24 al 28	21.29	18.84	6.92	9.65
Octubre 2 al 5	22.08	19.19	6.75	9.56
Octubre 8 al 12	22.95	19.22	6.45	9.47

* Promedios semanales de las tasas de interés del mercado secundario.

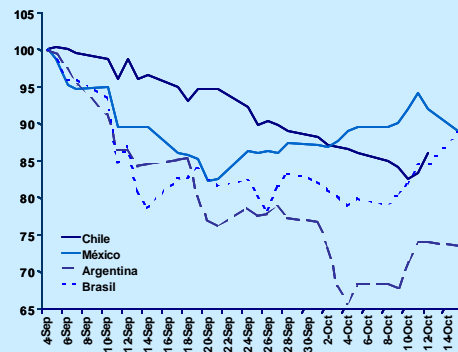
El tipo de cambio se depreció en septiembre 4.1, 3.4 y 4.3 por ciento en Brasil, Chile y México, respectivamente (Gráfica 1). Este se incrementó el 11 de septiembre en los tres países. Posteriormente, en México se mantuvo estable y luego se apreció mientras que el real brasileño experimentó durante el periodo una inestabilidad sustancial y el peso chileno se depreció nuevamente en los primeros días de octubre.

Gráfica 1
Índice del Tipo de Cambio
(con respecto al dólar)
4 de septiembre = 100



Los mercados bursátiles en los países referidos también tuvieron un desempeño adverso a lo largo de septiembre (Gráfica 2). Después de los ataques terroristas, los índices de las bolsas de valores de Argentina, Brasil, Chile y México cayeron 6.8, 11.6, 3.8 y 9.2 por ciento, respectivamente (variación del 10 al 17 de septiembre). Los resultados acumulados en el mes para Argentina, Brasil, Chile y México fueron respectivamente de -22.7, -16.7, -12.8 y -12.5 por ciento.

Gráfica 2
Índices de Precios de los Mercados Accionarios



También la economía brasileña resintió los efectos de la desaceleración mundial. Aunque durante el tercer trimestre la incidencia de la crisis del sector eléctrico resultó menos nociva que lo temido, la decepcionante evolución de la economía de los Estados Unidos ha dado lugar a un continuo debilitamiento del crecimiento de las exportaciones. Lo anterior, junto con la disminución de los flujos de capital del exterior, tanto de cartera como de inversión extranjera directa, siguió presionando a las cuentas externas y al tipo de cambio. Ante la intensificación de la incertidumbre en Argentina, la paridad de la moneda brasileña aumentó durante el trimestre en 15.5 por ciento, para alcanzar el 28 de septiembre un nivel de 2.67 reales por dólar. Las repercusiones que la depreciación del real pudiera tener sobre la inflación llevaron al Banco de Brasil a aumentar la tasa de interés de referencia por quinta vez en el año, a 19 por ciento. Así, las políticas más restrictivas en el ámbito monetario y fiscal se han sumado al deterioro de las perspectivas de la economía mundial. De ahí que la expectativa de crecimiento para la economía brasileña en el presente año se ubique en aproximadamente 1.4 por ciento.

II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo

Las remuneraciones, los salarios y el empleo son factores importantes para la determinación de la trayectoria futura del crecimiento de los precios. En el trimestre objeto de esta publicación, el incremento de las remuneraciones y de los salarios reales no fue acorde con el descenso de la inflación y de la productividad. Dada la desaceleración por la que atraviesa la economía ello ha contribuido al deterioro de las condiciones prevalecientes en el mercado laboral.

II.2.2.1. Remuneraciones

De acuerdo con los datos a julio de 2001, en los sectores productivos para los cuales se cuenta con información las remuneraciones nominales por trabajador aumentaron a tasas anuales entre 6.5 y 13.5 por ciento. Cabe destacar que en lo que va de 2001, el crecimiento nominal de las remuneraciones ha estado por encima de 10 por ciento en tres de los cuatro sectores productivos (los menores aumentos se han registrado en el comercio). Lo anterior se tradujo en incrementos reales de las remuneraciones por trabajador superiores a 4.9 por ciento en los tres sectores referidos en el periodo enero-julio (Cuadro 5).

Cuadro 5 Remuneraciones por Trabajador
Variación anual en por ciento

	Nominales								Reales							
	2001							Promedio*	2001							Promedio*
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul		Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	
Industria Manufacturera	15.8	12.2	12.3	10.5	12.9	13.3	13.5	12.9	7.1	4.8	4.8	3.2	5.5	6.3	7.2	5.5
Industria Maquiladora	14.4	13.0	13.5	15.1	15.5	13.9	13.1	14.1	5.8	5.5	5.9	7.5	8.0	6.9	6.8	6.7
Industria de la Construcción	15.3	21.0	15.6	17.3	19.1	n.d.	n.d.	17.6	6.7	13.0	7.9	9.5	11.3	n.d.	n.d.	9.6
Sector Comercio	8.8	6.4	5.9	4.5	4.4	4.9	6.5	5.9	0.7	-0.7	-1.2	-2.5	-2.4	-1.6	0.5	-1.1

*El promedio de las remuneraciones, tanto nominales como reales, en la Industria de la Construcción es de enero a mayo de 2001.
FUENTE: Elaborado con información del INEGI.

En el lapso transcurrido de 2001, las ganancias en la productividad han sido, en general, negativas o insuficientes para compensar el incremento de las remuneraciones reales pagadas. En particular, en la industria de la construcción y en el sector comercio la productividad ha registrado variaciones anuales negativas en prácticamente todos los meses. Lo anterior ha propiciado una elevación considerable de los costos unitarios de la mano de obra. Las cifras son elocuentes: de enero a julio del presente año, el costo unitario de la mano de obra ha experimentado tasas de crecimiento positivas (exceptuando al sector comercio durante enero). Un factor agravante es que, por otro lado, esta tendencia no muestra signos de moderación. Por el contrario, en tres de los cuatro sectores productivos reportados, la variación anual de los costos unitarios fue creciente durante los tres últimos meses para los cuales se cuenta con información (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-Jul	2001							Promedio Ene-Jul
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul		Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	
Industria Manufacturera	3.2	-2.4	0.1	0.1	0.7	0.5	0.9	0.4	3.7	7.4	4.7	3.1	4.7	5.8	6.2	5.1
Industria Maquiladora	-1.3	-4.5	1.9	-5.3	0.5	-0.5	1.1	-1.1	7.2	10.4	3.9	13.5	7.5	7.4	5.7	7.9
Industria de la Construcción	-3.8	-1.9	-2.9	-3.6	-2.8	n.d.	n.d.	-3.0	10.9	15.2	11.1	13.6	14.6	n.d.	n.d.	13.1
Sector Comercio	1.2	-8.1	-5.2	-5.2	-7.6	-9.4	-10.7	-6.5	-0.5	8.1	4.2	2.9	5.6	8.6	12.6	5.9

FUENTE: Elaborado con información del INEGI.

El efecto dañino sobre el empleo de los incrementos en los costos unitarios de la mano de obra es muy evidente. Durante los últimos meses dicho aumento ha estado correlacionado de forma inversa con la tasa de crecimiento del personal ocupado y de la masa salarial. La contracción del empleo y de la masa salarial ha sido más pronunciada en aquellos sectores donde la elevación de los costos unitarios ha sido mayor. Por ejemplo, en el sector de la construcción, donde las alzas de los costos unitarios han sido más notables, el personal ocupado y la masa salarial han experimentado de enero a mayo del presente año tasas de variación promedio de -23.5 y -14.8 por ciento, respectivamente. De manera análoga, el personal ocupado y la masa salarial en el sector maquilador de exportación han sufrido una disminución considerable, con tasas de variación de -9 y -2.8 por ciento, respectivamente, en julio del presente año (Gráfica 7).

Los efectos adversos del incremento de los costos unitarios sobre la masa salarial han sido significativos. El comportamiento de esta última variable indica que a pesar de los aumentos en los salarios reales, los ingresos totales de los trabajadores han descendido. Lo anterior tiene también implicaciones negativas respecto a la evolución futura de la demanda agregada y para el desempeño de la economía en el mediano plazo.

Evolución Reciente del Empleo en las Manufacturas no Maquiladoras

De junio de 2000 a julio de 2001 la ocupación en la industria manufacturera no maquiladora se redujo en 301.5 miles de empleos. Esta contracción puede atribuirse tanto a una disminución de la tasa de crecimiento de la actividad industrial en México, derivada de la desaceleración que ha tenido lugar en los Estados Unidos, como al incremento de los salarios reales.

Para analizar la influencia de estos dos factores sobre la pérdida de empleos se estimó un modelo econométrico que permite estudiar su evolución en el sector de manufacturas no maquiladoras. Esta se explica en función del salario real y de la actividad manufacturera en México. La muestra abarca de enero de 1998 a julio de 2001.

A fin de separar los efectos sobre el empleo en las manufacturas del crecimiento de los salarios reales y de la desaceleración del producto manufacturero, se utilizan los parámetros de los modelos estimados para realizar simulaciones para el periodo de julio de 2000 a julio de 2001.

Si al modelo se le incorporan los datos observados, éste pronostica una disminución del empleo de junio de 2000 a julio de 2001 de 4.99 por ciento (renglón de simulación con datos observados, Cuadro 1). Esta estimación resulta menor que la caída observada de 6.12 por ciento, lo que ubica el error de pronóstico en 1.12 puntos porcentuales.

A continuación se consideran tres escenarios hipotéticos sobre el crecimiento del producto manufacturero y del salario real. A partir de dichos escenarios es posible estimar la proporción de la caída del empleo atribuible al aumento del salario real y la asociada a la desaceleración del producto manufacturero.

Escenario A. Se supone que no hay desaceleración del producto manufacturero y que los salarios reales permanecen constantes. Específicamente, se utiliza un crecimiento anual constante de la actividad económica de junio de 2000 a julio de 2001 igual al observado en los primeros cinco meses del año 2000 (7.9 por ciento). Por otra parte, los salarios reales permanecen sin cambio en el nivel observado en mayo de 2000. Según la simulación correspondiente, en esas circunstancias el empleo hubiera crecido 2.46 por ciento. Al compararse las tasas de incremento del empleo de junio de 2000 a julio de 2001 en el escenario A con las de los escenarios B y C es posible cuantificar el impacto sobre el empleo de la desaceleración del producto manufacturero y del crecimiento de los salarios reales.

Escenario B Se incorporan los datos observados de los salarios reales (crecimiento de junio de 2000 a julio de 2001 de 7.8 por ciento en la industria manufacturera no maquiladora) y se supone un incremento anual constante de la actividad económica de junio de 2000 a julio de 2001, igual al del caso anterior (7.9 por ciento). En este escenario,

el empleo hubiera aumentado 0.15 por ciento. Dado que en los escenarios A y B se considera el mismo aumento del producto manufacturero y un distinto aumento de los salarios reales, la diferencia entre las tasas de crecimiento del empleo en dichos escenarios indica que el incremento de los salarios reales explica una reducción del empleo de 2.32 puntos porcentuales (la tasa de expansión pasa de 2.46 a 0.15 por ciento del escenario A al B).

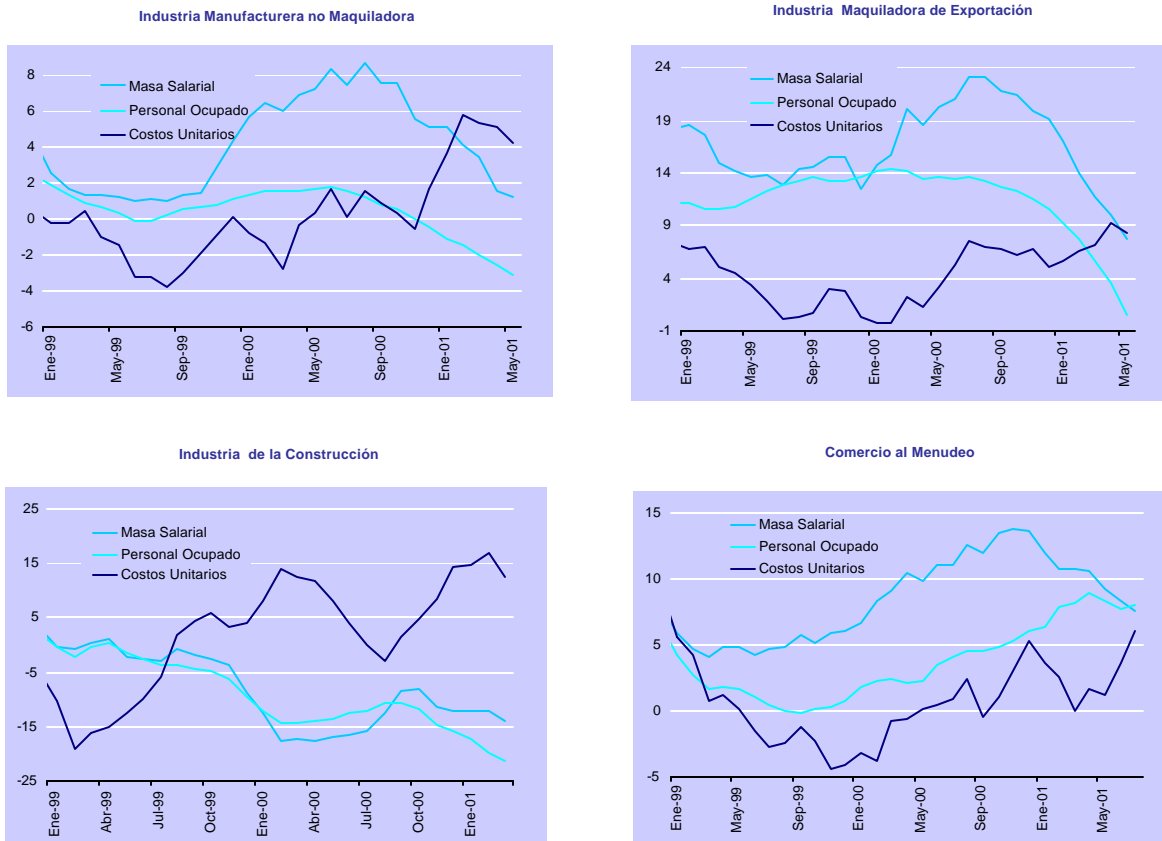
Escenario C. El nivel del salario real se mantiene constante a partir de mayo de 2000 (al igual que en el escenario A) y la evolución de la actividad manufacturera es la efectivamente observada (cayó 4 por ciento de junio de 2000 a julio de 2001). Bajo este escenario el empleo hubiera disminuido 2.79 por ciento. A partir de la diferencia entre los resultados de los escenarios A y C, los cuales suponen el mismo crecimiento de los salarios reales y un distinto incremento del producto manufacturero, puede inferirse que la disminución de la actividad manufacturera explica una reducción de 5.26 puntos porcentuales en el crecimiento del empleo (la tasa pasa de 2.46 a -2.79 por ciento del escenario A al C).

En suma, la estimación es que en el periodo de junio de 2000 a julio de 2001 el incremento del salario real generó una caída de 2.32 por ciento en el empleo (27 por ciento de su variación total), lo que representa una pérdida de 81 mil puestos de trabajo. Por otra parte, la desaceleración del producto manufacturero dio lugar a una caída del empleo de 5.26 por ciento (61.3 por ciento de la variación total), lo que representa una pérdida de 185 mil empleos. Finalmente, cabe mencionar que el modelo utilizado no permite explicar el 1.12 por ciento de la disminución observada en el empleo entre junio de 2000 y julio de 2001.

Cuadro 1
Crecimiento del Empleo en la Industria Manufacturera
No Maquiladora de junio de 2000 a julio de 2001
Series Desestacionalizadas

Escenarios	
Observado	-6.12
Simulación con datos observados	-4.99
A Salarios reales constantes y no hay desaceleración del producto manufacturero	2.46
B Salarios reales crecen y no hay desaceleración del producto manufacturero	0.15
C Salarios reales constantes y desaceleración del producto manufacturero	-2.79
Reducciones en las tasas de crecimiento debido a:	
(A-B) Incremento del Salario Real	2.32
(En por ciento)	27.01%
(A-C) Desaceleración del producto manufacturero	5.26
(En por ciento)	61.27%
No explicado por el modelo	1.12

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

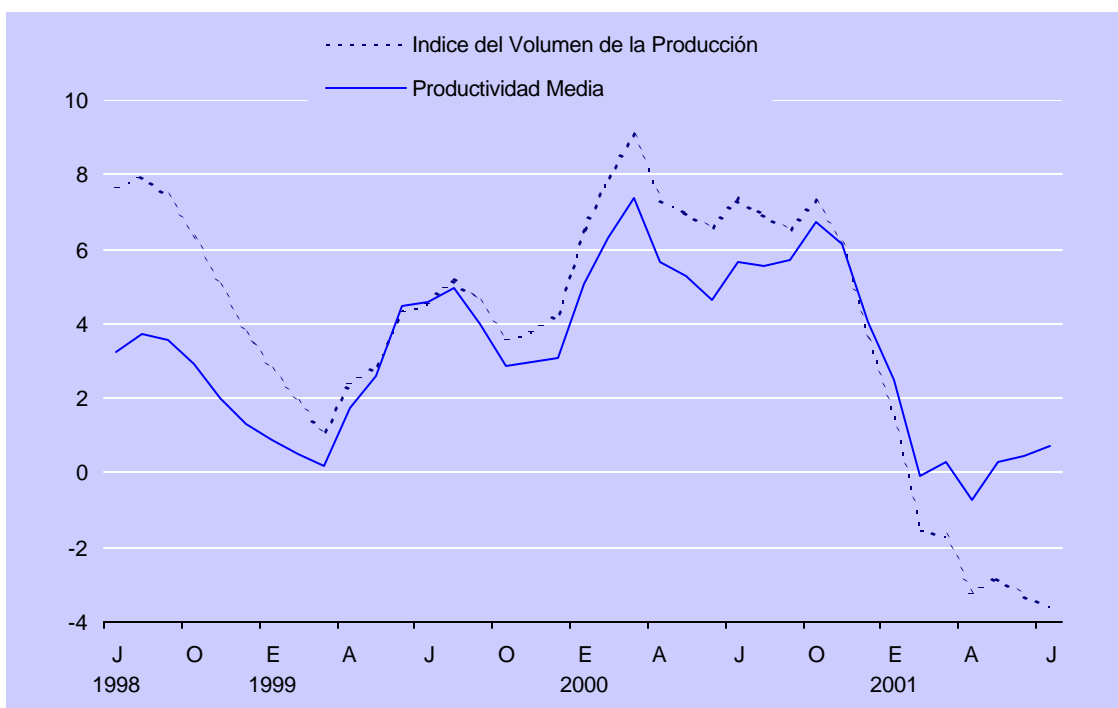
Si bien la reducción que ha resentido el personal ocupado se debe principalmente al impacto de la desaceleración de la economía de los Estados Unidos sobre las exportaciones y la producción de México, el comportamiento alcista de los costos unitarios también ha contribuido a la caída del empleo. De acuerdo con estudios recientes, esto último sin duda han tenido un significativo efecto desfavorable sobre el empleo. En particular, mediante análisis econométricos realizados en el Banco de México se ha encontrado que alrededor de 27 por ciento de la reducción de la tasa de crecimiento del empleo manufacturero obedece al incremento de los salarios reales. En términos de dichos estudios se estima una pérdida aproximada de 80,000 empleos de enero a agosto de 2001 atribuible a este factor.

El deterioro del empleo ha sido de tal magnitud que ya ha empezado a contrarrestar la disminución que ha sufrido el producto en algunos sectores de actividad. Como se ha mencionado en Informes sobre la Inflación anteriores, durante las fases de

desaceleración económica la productividad tiende a reducirse debido al rezago con que se ajusta al ciclo la planta laboral. Sin embargo, en la industria manufacturera mexicana, en los últimos meses la reducción acumulada de los puestos de trabajo ha compensado la disminución que ha experimentado el producto. Así, en dicho ramo la productividad por trabajador (Gráfica 8) se ha estabilizado.

Gráfica 8 **Producción y Productividad Media en la Industria Manufacturera No Maquiladora**

Variación anual en por ciento del promedio móvil de 3 meses



Fuente: Elaborado con información del INEGI.

Es importante destacar que una situación en la cual aumentan el salario real y los costos unitarios de la mano de obra, a la vez que cae el empleo, es claramente indicativa de un desequilibrio en el mercado laboral. Ello obedece a que, ante la caída de la demanda agregada, el salario real debería ajustarse a la baja o crecer más moderadamente para proveer los empleos adicionales que requiere el importante incremento que experimenta la fuerza laboral año con año por razones demográficas. Asimismo, el impacto adverso sobre la distribución del ingreso en una situación en la cual se conserva el nivel de empleo y el salario real sube más pausadamente, es más leve que en una coyuntura como la presente. Actualmente se están consiguiendo ganancias sustanciales

en el salario real, pero a costa de que un número considerable de trabajadores pierda su empleo.

El incremento que han experimentado los salarios reales, claramente incompatible con la evolución de la productividad, ha propiciado dos resultados en extremo indeseables: pérdida de competitividad y un entorno desfavorable para la creación de empleos. Estas tendencias se han materializado a la par que tiene lugar un proceso de desaceleración económica. La conjunción de esos factores ha agravado tanto la situación actual como las perspectivas de mediano plazo en el mercado laboral. Por otro lado, como se ha mencionado repetidamente, el incremento de los salarios reales por encima de las ganancias en productividad constituye una presión inflacionaria importante.

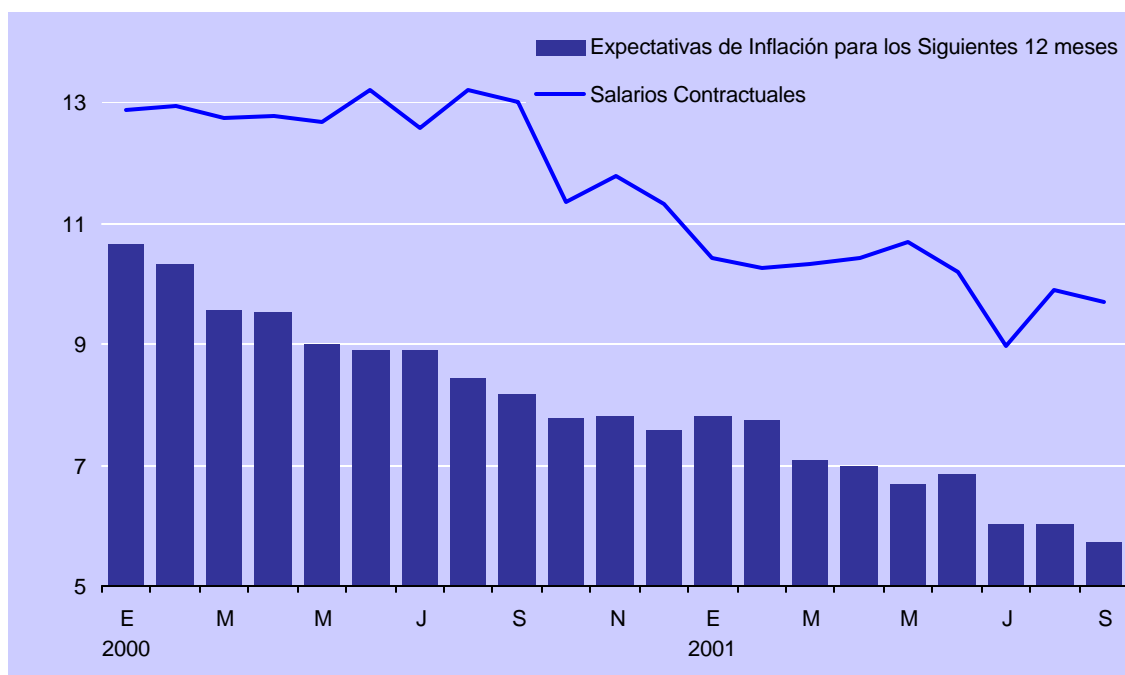
II.2.2.2. Salarios Contractuales

En el trimestre objeto de este Informe, el aumento promedio de los salarios nominales contractuales fue de 9.28 por ciento. En julio, la variación nominal de los mismos resultó de 8.98 por ciento. Sin embargo, el incremento que en promedio registraron los salarios contractuales en ese mes estuvo muy influido por la revisión en Pemex. Si se excluye de dicho promedio el aumento otorgado por la paraestatal, éste se ubica en 9.7 por ciento. Asimismo, durante agosto y septiembre el incremento promedio de los salarios contractuales resultó ligeramente inferior a 10 por ciento. En los primeros nueve meses de 2001, el crecimiento nominal promedio de los salarios contractuales pasó de 10.4 a 9.7 por ciento, mientras que en el mismo lapso las expectativas de inflación del sector privado para los siguientes 12 meses se redujeron de 7.8 a 5.7 por ciento. En consecuencia, la brecha entre estas dos variables se amplió, en lugar de reducirse, en los primeros tres trimestres del presente año (Gráfica 9).

Gráfica 9

Salarios Contractuales e Inflación Esperada para los Sigüientes 12 Meses

Variación anual en por ciento



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

Aunque en los primeros meses de 2001 los incrementos nominales de los salarios contractuales concedidos en la industria manufacturera fueron superiores a los otorgados en otros sectores, a partir de junio han resultado similares (Cuadro 7).

Cuadro 7

Salarios Contractuales por Sectores

Variación anual en por ciento

	2001								
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep
Manufacturas	11.1	10.7	10.8	10.9	10.9	10.2	9.0	10.1	9.8
Otros Sectores	10.0	9.8	9.9	10.3	10.5	10.1	9.0	9.9	9.1

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

En el contexto de una actividad económica más débil, las empresas difícilmente pueden reflejar el incremento de sus costos de producción en los precios finales de sus productos. Por ello, el ajuste tiende a presentarse a través de una menor plantilla laboral y de una compresión de las utilidades. Sin embargo, la elevación de los costos de producción podría trasladarse eventualmente a los precios que pagan los consumidores. Por tanto, los incrementos

nominales de los salarios contractuales constituyen una presión inflacionaria latente.

II.2.2.3. Empleo

La desaceleración, tanto de la economía estadounidense como de la mexicana, ha causado un deterioro muy severo de la ocupación. Si bien durante el tercer trimestre de 2001 la pérdida de empleos formales se moderó, la caída acumulada que ha resentido esta variable es muy importante.

De junio a septiembre del presente año, el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se contrajo en poco más de 19,100 personas (Gráfica 10a). Esta disminución trimestral es la menor que se ha observado en 2001. A pesar de lo anterior, la reducción acumulada de puestos de trabajo es muy significativa, ya que durante los primeros tres trimestres del año ésta fue mayor que 220 mil empleos.

Es importante destacar que dicha moderación en la pérdida de empleos se debe en parte al renglón de trabajadores urbanos eventuales dedicados a la construcción. Sin embargo, este rubro ocupacional es volátil y presenta un comportamiento estacional, por lo que es probable que el aumento hasta ahora observado pudiera revertirse. Asimismo, el deterioro adicional de las perspectivas para la economía de los Estados Unidos y su efecto sobre la economía nacional son factores que posiblemente impedirán una recuperación más vigorosa del empleo.

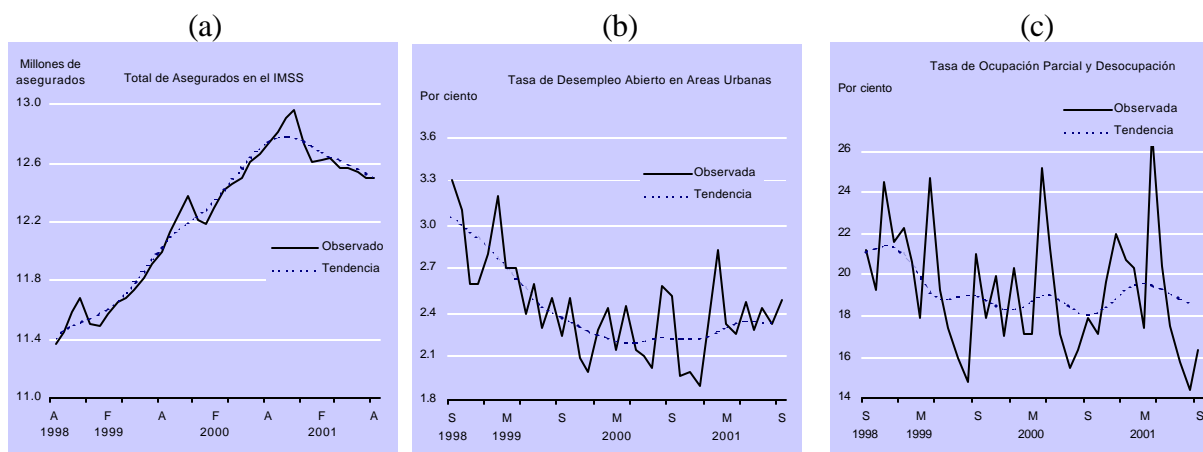
La atenuación que registró la pérdida de empleos durante el tercer trimestre del año contribuyó a estabilizar los indicadores de desempleo. Así, en septiembre de 2001 la tasa de desempleo abierto se ubicó en 2.49 por ciento, con lo cual el nivel mensual de la serie de tendencia de esta variable ha sido a partir de marzo ligeramente superior a 2.30 por ciento (Gráfica 10b). Asimismo, la serie de tendencia de la tasa de ocupación parcial y desocupación ha mostrado una ligera reducción desde abril del presente año (Gráfica 10c).

Las tasas de desempleo abierto y de ocupación parcial y desempleo no han mostrado un incremento pronunciado, como se esperaría dada la evolución de la actividad económica y del total de asegurados en el IMSS.

Gráfica 10

Indicadores de Empleo y Desempleo

Series de Tendencia



FUENTE: IMSS e INEGI.

Con base en la trayectoria del empleo en los últimos cinco años, es poco probable que en lo que resta de 2001 tenga lugar una creación significativa de puestos de trabajo. Lo anterior tiene suficiente sustento en los datos sobre la materia.

Durante los cuartos trimestres de 1997 y 1999, periodos en que se observaron tasas reales de crecimiento económico desestacionalizadas muy elevadas, el número promedio de empleos creados fue superior a 230 mil. Sin embargo, en los mismos trimestres de 1998 y 2000, durante los cuales las tasas de incremento del producto real desestacionalizado fueron negativas, el número promedio de puestos de trabajo se contrajo en más de 16 mil.

De acuerdo con los analistas del sector privado, el pronóstico de incremento anual del producto para el cuarto trimestre de 2001 es cercano a cero por ciento, lo que podría implicar un crecimiento desestacionalizado negativo. Por tanto, es de esperarse que el empleo no se recupere en lo que resta del año y que en el mejor escenario se mantenga la pérdida ya acumulada. Asimismo, las perspectivas de crecimiento económico y la rigidez exhibida por las revisiones salariales tampoco favorecen la generación de empleos en el mediano plazo.

II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

Durante el segundo trimestre del presente año continuó la desaceleración de la economía mexicana que se inició desde finales de 2000. Por el lado de la demanda agregada, este proceso se caracterizó por una disminución de la tasa de crecimiento anual de todos sus componentes, salvo del consumo público. También

experimentaron una reducción las tasas de crecimiento anual de los dos rubros de la oferta agregada: el PIB y las importaciones.

Un aspecto sorprendente de la desaceleración por la que está atravesando la economía mexicana es el rápido debilitamiento de la expansión de los componentes de la demanda interna. Así, las tasas de crecimiento anual de la inversión y del consumo total pasaron de niveles superiores a 10 por ciento en el tercer trimestre del año pasado a -5.5 y 3 por ciento, respectivamente, en el segundo trimestre de 2001. Por otra parte, la tasa de incremento anual del componente interno de la oferta agregada, es decir el PIB, mostró una reducción, al pasar de 7.3 a cero por ciento del tercer trimestre de 2000 al segundo de 2001 (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.
Oferta Agregada	11.7	11.2	11.4	8.0	10.5	3.0	0.4
PIB	7.7	7.6	7.3	5.1	6.9	1.9	0.0
Importaciones B. y S.	24.9	22.3	23.2	16.1	21.4	6.3	1.5
Demanda Agregada	11.7	11.2	11.4	8.0	10.5	3.0	0.4
Consumo Total	8.9	9.4	10.0	6.6	8.7	5.3	3.0
Privado	9.6	10.2	10.5	7.6	9.5	6.5	3.8
Público	3.9	4.6	6.1	0.6	3.5	-3.0	-2.2
Inversión Total	10.9	10.5	11.1	7.6	10.0	0.4	-5.5
Privada	12.8	8.9	10.8	8.2	10.2	-0.7	-5.3
Pública	-4.5	26.0	13.1	5.3	8.6	11.3	-6.8
Exportaciones B. y S.	17.3	15.8	16.9	14.1	16.0	4.7	-0.4

FUENTE: INEGI.

La disminución de la tasa de crecimiento económico en México ha estado determinada de manera muy importante por la evolución de la economía de los Estados Unidos. El principal vínculo entre las dos es el intercambio comercial. En dicho eslabón el sector manufacturero juega un papel crucial ya que casi el 90 por ciento de las exportaciones de México a los Estados Unidos son manufacturadas. 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 desacelerarse. La contribución del sector manufacturero al crecimiento experimentado por la inversión y por el empleo en los últimos años ha sido también un factor fundamental para entender la rápida desaceleración que sufrieron ambas variables en el primer

semestre de 2001. Asimismo, la importante caída registrada por el empleo influyó negativamente sobre el consumo del sector privado.

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

- (a) El reducido nivel del crédito bancario al sector privado ha impedido que el sistema financiero mexicano mitigue significativamente, como ha sucedido en los Estados Unidos, la caída de la inversión y del consumo; y
- (b) La elevada tasa de expansión económica registrada en México en el año 2000 permitió que el PIB observado se acercara a su nivel potencial, después del modesto desempeño en 1999. Esta recuperación se sustentó en la aceleración del crecimiento de la inversión y del consumo, variables que en 1999 habían tenido un menor incremento. Esto último, como consecuencia del contagio financiero de la crisis rusa que tuvo lugar durante el segundo semestre de 1998. Por ello, aun en un entorno externo más favorable que el actual, dicha tasa no era sostenible.

Durante el segundo trimestre del año continuó reduciéndose la tasa de incremento anual de la inversión privada, lo cual confirma la estrecha vinculación de este agregado con las variaciones del producto, de la actividad manufacturera y de las exportaciones. Por otra parte, si bien el crecimiento del consumo total y del sector privado también se ha ajustado a la baja, éste es el único componente de la demanda agregada que aún presenta tasas positivas de variación anual. El comportamiento del consumo privado ha estado influido negativamente por el lento ritmo de expansión económica y por la pérdida de empleos. Sin embargo, el aumento que registró la masa salarial en los primeros meses de 2001 y, en alguna medida, la recuperación del crédito al consumo, son dos factores que mitigaron la caída del crecimiento de este renglón del gasto.

El conjunto de los factores señalados tuvo como resultado una expansión de la demanda interna en el segundo trimestre de 2001 de 0.7 por ciento. Ello contrasta con el nulo crecimiento que exhibió el producto en igual lapso. Como consecuencia de lo

anterior, el déficit comercial en este periodo continuó presentando tasas de crecimiento anual positivas.

Para comprender mejor los movimientos recientes en la tendencia de una variable, el estudio del crecimiento trimestral de sus cifras desestacionalizadas resulta más informativo que el seguimiento de las tasas anuales. Con base en los datos corregidos por estacionalidad, la inversión privada y la gubernamental y las exportaciones registraron caídas de 1.7, 6.8 y 0.6 por ciento en el segundo trimestre. Por otra parte, el consumo privado y el del sector público mostraron aumentos respectivos de 0.6 y 0.4 por ciento. La combinación de estos desempeños tuvo como resultado una pequeña contracción en la demanda interna de 0.2 por ciento. Asimismo, el PIB se mantuvo constante durante el segundo trimestre del año y las importaciones disminuyeron 1 por ciento. Por tanto, a diferencia de lo que muestran las tasas anuales de crecimiento, los datos desestacionalizados sugieren que, después de exhibir caídas en los dos trimestres anteriores, la economía se había estabilizado durante el segundo trimestre del año.

Se cuenta con información incompleta y preliminar para evaluar el comportamiento de los principales componentes de la demanda agregada durante el tercer trimestre de 2001. Sin embargo, los datos disponibles indican lo siguiente:

- (a) La tasa de expansión anual del consumo privado habría disminuido nuevamente durante el tercer trimestre, ubicándose en un nivel inferior a 2 por ciento. Muy probablemente, la tasa trimestral de crecimiento de la serie desestacionalizada del consumo privado fue cercana a cero. Esta percepción se apoya en la siguiente información:
- Las ventas de los establecimientos comerciales que reporta el INEGI presentaron una contracción a tasa anual en el bimestre julio-agosto. La variación anual de las ventas al menudeo pasó de 2.9 por ciento en el segundo trimestre a -0.5 por ciento en julio-agosto. Para el mismo periodo, la variación anual de las ventas al mayoreo se ajustó de -6.8 a -7.4 por ciento;
 - El incremento a tasa anual de las ventas a tiendas totales de los socios de la ANTAD pasó de 8.2 por ciento en el segundo trimestre a 7.2 por ciento en el tercero. Asimismo, las ventas de algunos bienes durables como refrigeradores, estufas y lavadoras perdieron vigor durante el trimestre; y

- Si bien las importaciones de bienes de consumo siguen expandiéndose a una tasa anual elevada, ésta se redujo de 21.6 a 18.1 por ciento, del segundo al tercer trimestre.
- (b) La tasa de crecimiento anual de la inversión privada probablemente resultó inferior a la de -5.3 por ciento registrada en el segundo trimestre. Ello debido a lo siguiente:
- En julio la inversión fija bruta registró una variación anual de -4.8 por ciento;
 - La tasa de variación anual de las importaciones de bienes de capital disminuyó de -0.8 a -15.1 por ciento del segundo al tercer trimestre; y
 - El sector de la construcción se contrajo en el bimestre julio-agosto a una tasa anual de -3.7 por ciento, en comparación con la de -6.9 por ciento en el segundo trimestre de 2001.
- (c) Una desaceleración en los Estados Unidos mayor que la anticipada en el tercer trimestre y los efectos de medidas de seguridad más drásticas en la frontera, como secuela de los acontecimientos del 11 de septiembre, explican la caída a tasa anual de -6.9 por ciento, que registraron en el tercer trimestre las exportaciones no petroleras.

Los desarrollos comentados serían congruentes con una caída anual de la demanda agregada en el tercer trimestre de alrededor de 3 por ciento.

Respecto a la evolución de los componentes de la oferta agregada, la información disponible sugiere lo siguiente:

- (a) El PIB registró en el tercer trimestre una contracción a tasa anual mayor que 1 por ciento. Este resultado se sustenta en la información que se presenta a continuación:
- El Índice Global de Actividad Económica (IGAE) experimentó en julio una variación a tasa anual de -0.9 por ciento;
 - La producción industrial disminuyó a una tasa anual de 4.4 por ciento en el bimestre julio-agosto;

- El efecto de un menor crecimiento del sector industrial en los Estados Unidos a causa de los ataques terroristas sólo se reflejó parcialmente en septiembre. Sus principales repercusiones se resentirán a partir de octubre; y
 - La incidencia desfavorable sobre sectores específicos, como el turismo y la aviación comercial, de los sucesos del 11 de septiembre.
- (b) Como consecuencia de la desaceleración de todos los componentes de la demanda agregada, la tasa de crecimiento de las importaciones bajó de 0.1 a -9 por ciento del segundo al tercer trimestre.

Tomando en consideración la información anterior, el Banco de México estima que para el año 2001 en su conjunto el crecimiento del PIB podría ser cercano a cero por ciento.

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

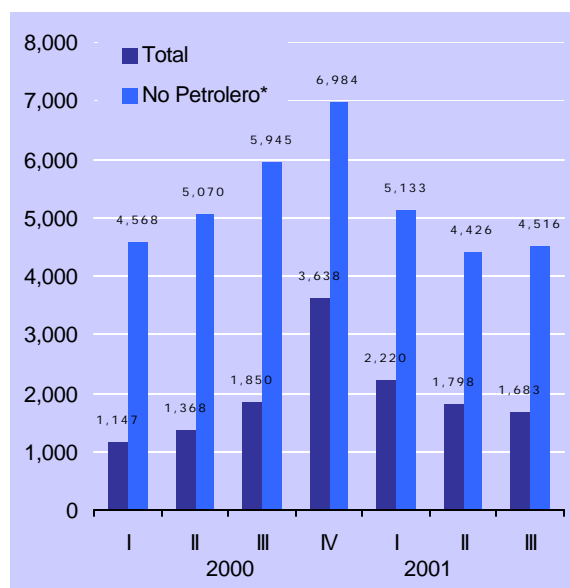
La rápida y pronunciada corrección del crecimiento de la demanda agregada en los primeros nueve meses del año limitó considerablemente la ampliación del déficit de la cuenta corriente. Ello, por la desaceleración de las exportaciones y de la producción asociada a la reducción del crecimiento económico en los Estados Unidos. Destaca a este respecto que si bien el déficit comercial total acumulado durante los primeros nueve meses del año aumentó a una tasa anual de 30.6 por ciento, el déficit no petrolero se redujo en 24 por ciento. Además, en el tercer trimestre el déficit comercial total resultó inferior al registrado en ese mismo periodo del año pasado y los datos de tendencia sugieren caídas a lo largo del año del déficit comercial (Gráfica 11). Esta información apunta hacia un mayor balance entre el crecimiento de la oferta y de la demanda internas. La evolución descrita del déficit comercial ha sido un factor importante para limitar la demanda de recursos externos por parte de la economía mexicana. Consecuentemente, ello ha contribuido a la estabilidad que ha mostrado el tipo de cambio.

Gráfica 11

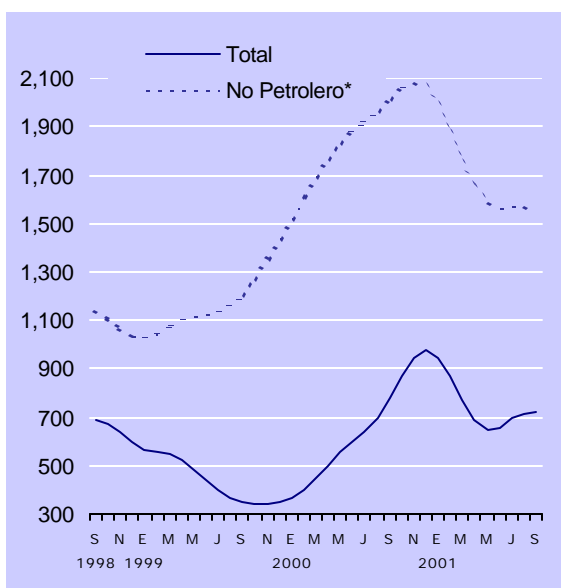
Déficit de la Balanza Comercial, Total y No Petrolero

Millones de dólares

Trimestral



Mensual: Series de Tendencia

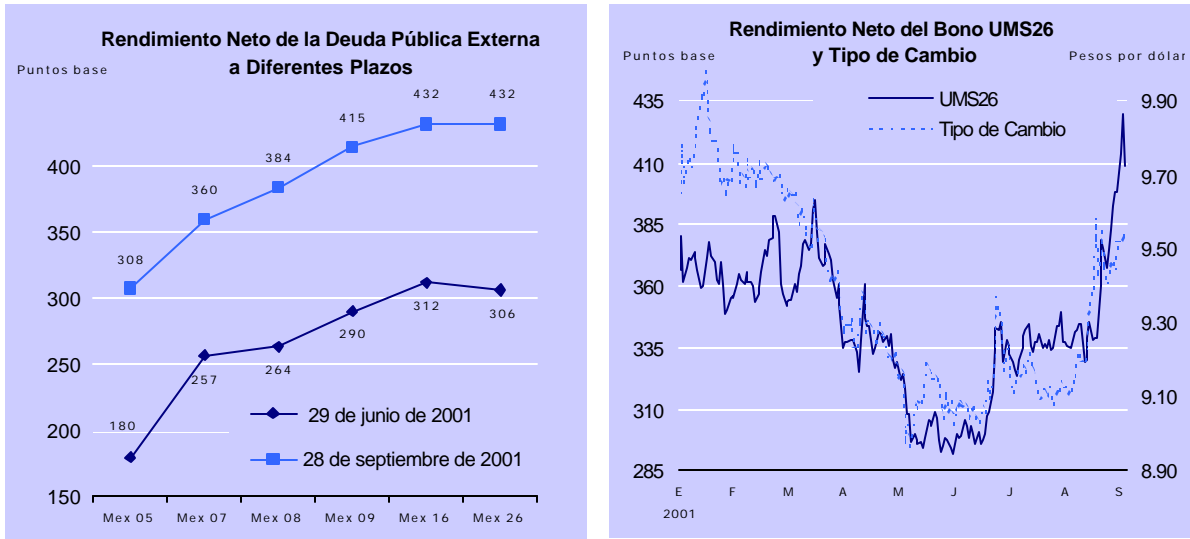


* Excluye importaciones de gasolina, gas butano y gas propano.

Como se ha comentado en pasados Informes sobre la Inflación, otro factor que explica la estabilidad cambiaria experimentada hasta la fecha es el favorable comportamiento de los flujos de capital. El saldo superavitario de la cuenta de capital en el primer semestre fue uno de los más elevados para ese lapso de los últimos 7 años. Asimismo, los flujos de capital de largo plazo, principalmente de inversión extranjera directa, financiaron en dicho periodo el 85 por ciento del déficit de la cuenta corriente. Para el tercer trimestre se estima un déficit de la cuenta corriente de 3.1 miles de millones de dólares y un superávit de 3.8 miles de millones en la cuenta de capital (incluyendo errores y omisiones). Del total anterior 701 millones corresponden a inversión de cartera.

Durante el trimestre julio-septiembre, el rendimiento neto de los bonos que el gobierno mexicano coloca en el exterior aumentó considerablemente para todos los plazos (Gráfica 12). El correspondiente al bono UMS26 se incrementó en 113 puntos base entre el cierre de junio y el de septiembre. Ello lo situó por encima de los 400 puntos base por primera ocasión en el año.

Gráfica 12 Indicadores del Riesgo País y Tipo de Cambio



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

En respuesta al deterioro en la percepción del riesgo país, tanto el tipo de cambio como las tasas de interés internas experimentaron movimientos alcistas. Así, después de que durante parte de julio y agosto los réditos llegaron a niveles históricamente bajos, hacia finales de agosto, ante el repunte estacional de la inflación y a causa de los ataques terroristas en los Estados Unidos, se registró un aumento de las tasas de interés y una depreciación del tipo de cambio. A diferencia de lo observado en otros países y durante episodios pasados de volatilidad internacional extrema, los ajustes ocurrieron de manera ordenada.

El tipo de cambio mostró un valor promedio de 9.24 pesos por dólar en el trimestre julio-septiembre, lo cual implicó una depreciación de 0.6 por ciento con respecto al promedio del trimestre anterior. A principios de julio, como reflejo de la incertidumbre en Argentina, la paridad aumentó 3 por ciento. Debido a que dicha depreciación fue transitoria, el nivel promedio de 9.15 pesos por dólar de julio y agosto resultó prácticamente igual al dato correspondiente del trimestre anterior. En septiembre el tipo de cambio exhibió una tendencia alcista, la cual se acentuó después de los ataques terroristas del 11 de ese mes. La depreciación del tipo de cambio en septiembre fue de 3.3 por ciento, cerrando el trimestre en una cotización de 9.52 pesos por dólar, 5.3 por ciento superior a la prevaleciente al final del trimestre anterior (Gráfica 12).

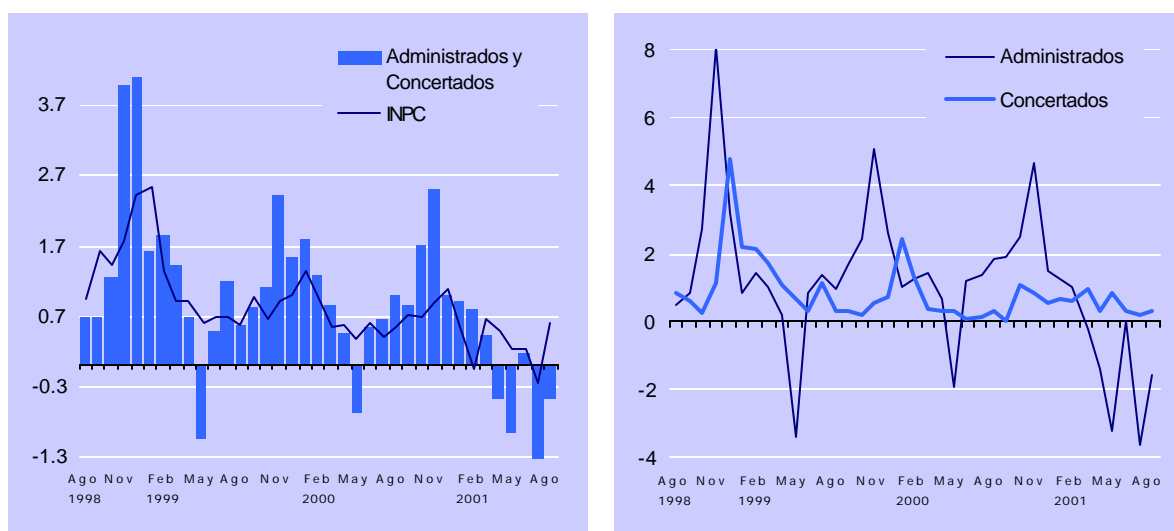
II.2.5. Precios Administrados y Concertados

En julio, agosto y septiembre la inflación mensual del subíndice de precios de los bienes administrados y concertados por el sector público¹¹ fue respectivamente de -1.51, -0.48 y 0.93 por ciento. En esos mismos meses el crecimiento del INPC resultó de -0.26, 0.59 y 0.93 por ciento (Gráfica 13).

Gráfica 13

Subíndice de Precios de los Bienes Administrados y Concertados e INPC

Variación mensual en por ciento



De manera similar a lo ocurrido en el trimestre abril-junio, la favorable evolución de dicho subíndice durante el periodo analizado en este Informe es atribuible principalmente al comportamiento de los precios de los bienes administrados. En julio, agosto y septiembre dichos precios registraron variaciones mensuales respectivas de -3.61, -1.55 y 1.95 por ciento. Por otro lado, el subíndice de los precios concertados mostró los siguientes incrementos en esos mismos meses: 0.15, 0.32 y 0.17 por ciento.

El ritmo más lento de crecimiento del subíndice de los precios administrados en el periodo es explicado en lo fundamental por la disminución del precio del gas doméstico. Durante el trimestre, la reducción acumulada por la cotización de dicho energético fue de -14.54 por ciento. Por otra parte, los bienes administrados cuyos precios experimentaron en el lapso el mayor

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

incremento acumulado fueron la electricidad y las gasolinas, 2.37 y 1.45 por ciento, respectivamente.

II.2.6. Resumen

La inflación anual del INPC se redujo de 6.57 por ciento en junio a 6.14 por ciento en septiembre. Por su parte, en el mismo periodo la inflación anual subyacente disminuyó de 6.36 a 5.93 por ciento.

El descenso de la inflación subyacente se sustentó en una importante caída de la tasa anual de crecimiento del subíndice de las mercancías, mientras que la de los servicios se mantuvo prácticamente constante. La evolución de la inflación subyacente de las mercancías respondió en gran medida a la estabilidad que exhibió el tipo de cambio. A la vez, la rigidez de la inflación de los servicios es producto de los considerables incrementos de los costos unitarios de la mano de obra.

La desaceleración registrada por la actividad económica en los Estados Unidos incidió adversamente en la actividad y el empleo en el sector industrial de México. Sin embargo, el rápido ajuste a la baja que experimentó el crecimiento de la demanda agregada ante estos factores permitió el reestablecimiento del equilibrio entre el incremento de la demanda agregada 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 abundante 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 reducción 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, evitándose así un repunte de la inflación anual del subíndice subyacente de los servicios.

En lo que respecta al comportamiento de los subíndices de precios que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente, se registró un aumento significativo de la inflación anual de los bienes agropecuarios y un descenso de la de los bienes administrados y concertados. Por su parte, la inflación anual del subíndice de precios de la educación permaneció prácticamente constante. Estos efectos se compensaron casi totalmente, por lo que la disminución de la inflación general anual fue de la misma magnitud que la registrada por la inflación subyacente.

III. La Política Monetaria Durante el Tercer Trimestre de 2001

En esta sección se comentan las razones que llevaron al Banco de México a modificar la postura de la política monetaria durante el trimestre julio-septiembre. Como complemento de lo anterior, también se presenta un análisis de la evolución durante el periodo de las expectativas de inflación y de las tasas de interés nominales y reales. Ello, con el propósito de evaluar el efecto que la modificación de la postura de la política monetaria ejerció sobre estas variables, dada la importancia de ambas para revelar las percepciones del público respecto al proceso inflacionario y a las condiciones monetarias imperantes en la economía. Por último, se analiza la trayectoria de la base monetaria y la de otros agregados monetarios y crediticios.

III.1. Acciones de Política Monetaria

El 31 de julio de 2001, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió reducir el “corto” de 350 a 300 millones de pesos, manteniéndolo en ese nivel durante el resto del trimestre. Al igual que la disminución del “corto” acordada en el trimestre anterior, esta acción estuvo motivada por la favorable evolución que ha mostrado la inflación así como por la mitigación de algunos de los factores de riesgo que enfrentaba el cumplimiento del objetivo de inflación para el año 2001. Estos elementos fueron identificados y evaluados por el Banco de México en su Programa Monetario para 2001.

La decisión de relajar la postura de la política monetaria se sustentó en la siguiente información:

- (a) El crecimiento acumulado por el INPC durante el periodo enero-junio había sido de 2.11 por ciento y a la primera quincena de julio la inflación de los últimos doce meses había descendido a 5.87 por ciento. Los resultados correspondientes para el índice de precios subyacente fueron de 3.5 y 6.26 por ciento, respectivamente;
- (b) La trayectoria de los precios durante julio permitía anticipar que en ese mes la tasa de crecimiento anual del INPC se situaría por debajo de 6.5 por ciento. Con ello, la

evolución de los índices de precios resultaba claramente congruente con el objetivo de alcanzar una inflación anual no superior a 6.5 por ciento en diciembre;

- (c) La expectativa del sector privado en cuanto a la inflación anual para 2001 se situaba en esas fechas en niveles por abajo de 6 por ciento. En específico, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas recabada por el Banco de México durante julio, la inflación anual esperada para 2001 se ubicaba en 5.48 por ciento;
- (d) La notable desaceleración registrada por la economía de los Estados Unidos se tradujo en una reducción considerable del crecimiento económico en México. Como resultado, la tasa de incremento de la demanda interna había mostrado un rápido ajuste a la baja, con lo cual se redujo la disparidad que había existido entre la expansión de la producción y la del gasto;
- (e) Lo anterior se reflejó en un déficit acumulado de la balanza comercial en el periodo enero-junio menor que el anticipado. También en una revisión a la baja del déficit de la cuenta corriente estimado por los analistas del sector privado para todo 2001. En julio, la Encuesta de Expectativas señaló un pronóstico para el déficit de la cuenta corriente de 19,796 millones de dólares, comparado con el de 22,037 millones de dólares de finales de diciembre del año pasado;
- (f) Durante los primeros dos trimestres del año se registró una cuantiosa oferta de capitales del exterior, en particular en el rubro de inversión extranjera directa. Por tanto, la evolución de la cuenta corriente conjuntamente con la de la cuenta de capitales se tradujo en una paridad estable; y
- (g) La información preliminar sobre las finanzas públicas para el periodo enero-mayo implicaba que la evolución de la postura fiscal resultaba propicia para crear un entorno favorable para la estabilización.

La evolución de la economía y de la inflación durante el tercer trimestre sugieren que el diagnóstico realizado al momento de modificarse la postura de la política monetaria fue adecuado. En particular, la inflación subyacente continuó con una tendencia a la baja. Asimismo, dado que las perspectivas de crecimiento para la economía de los Estados Unidos se deterioraron adicionalmente, ello sugiere menores presiones sobre los precios en el futuro

cercano. Por último, se mantuvo la oferta de capitales externos, aunque ésta fue menos amplia que en los primeros dos trimestres del año.

Sin embargo, como se ha reiterado en Informes anteriores, los incrementos nominales de los salarios contractuales han permanecido por encima de la suma de las ganancias previsible en la productividad de la mano de obra y el objetivo de inflación. Es probable que ello haya limitado la disminución de la inflación, en particular de la asociada al índice subyacente de los servicios. Entre los motivos que sustentaron las reducciones del “corto” destacan la expectativa de que la sustancial caída del empleo induciría una inflexión a la baja en las revisiones salariales contractuales. Al no materializarse dicha inflexión, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió no relajar más la postura de la política monetaria. Ello, toda vez que los aumentos en los costos unitarios de la mano de obra dificultarán el cumplimiento del objetivo de inflación en el año 2002.

La inflación anual del INPC se incrementó en agosto y septiembre como reflejo de la evolución de sus componentes más volátiles y menos predecibles. Este fue el caso en particular de los precios de los bienes administrados y concertados y de los productos agropecuarios. Aunque dicho aumento no ha afectado la evolución de la inflación subyacente, en el futuro cercano podría contaminar el proceso de formación de expectativas.

Finalmente, los ataques terroristas ocurridos el 11 de septiembre en los Estados Unidos probablemente tendrán una influencia negativa sobre las siguientes variables: la oferta de capitales a los mercados emergentes y las exportaciones, el turismo y las remesas hacia México. Por ello, es factible que en el futuro se revierta parcialmente la abundancia relativa de recursos externos que se experimentó en los primeros ocho meses del año.

Para evaluar los resultados de la política monetaria e identificar las presiones inflacionarias existentes, es relevante analizar la trayectoria de las expectativas de inflación. Al respecto, durante los primeros dos meses del trimestre se redujeron visiblemente las relativas al cierre de 2001. Ello constituye un elemento adicional de validación respecto al diagnóstico realizado al momento de modificarse el “corto” (Gráfica 14). Sin embargo, debido al repunte que registró la inflación anual a partir de agosto, dichas expectativas se incrementaron de 5.25 por ciento en ese mes a 5.6 por ciento en septiembre. Las expectativas de inflación para el cierre de 2001 han sido muy volátiles ya que han respondido más que proporcionalmente a los resultados mensuales de la inflación

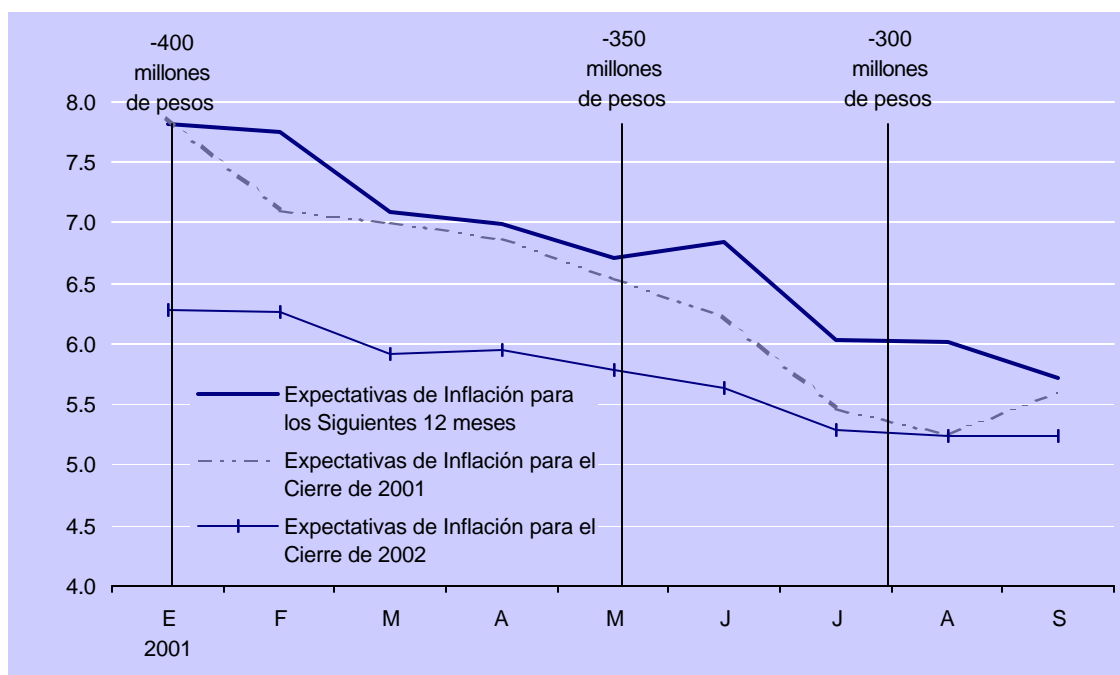
general. A su vez, estos últimos han estado influidos de manera importante por los subíndices de precios que se excluyen de la inflación subyacente. La influencia de los factores volátiles se confirma al notarse que las expectativas de inflación para los próximos doce meses y para 2002 en ausencia de una reforma fiscal disminuyeron de junio a septiembre.

Un último elemento a considerar con respecto a la evolución de las expectativas de inflación es que las relativas a los próximos 12 meses siguen siendo más altas que las asociadas a 2001. Este fenómeno se ha presentado a lo largo del año, a pesar de que las expectativas de inflación para 2002 se ubican por debajo de ambas. Como se mencionó en el Informe anterior, es probable que ello se deba al efecto que la aprobación de la reforma fiscal pudiera tener sobre la inflación esperada o bien a que los analistas prevén cierta inestabilidad transitoria en ausencia de la reforma fiscal. Adicionalmente, cabe resaltar que la inflación general se redujo rápidamente durante la primera mitad de 2001, en parte por la trayectoria favorable de los precios de algunos de los componentes más volátiles del INPC que se excluyen de la inflación subyacente. De ahí que sea posible que los analistas anticipen que la evolución de los mismos llevará en los primeros meses del año próximo a una ligera reversión de la tendencia de la inflación anual, aunque ello sólo fuera temporalmente.

Gráfica 14

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

Por ciento



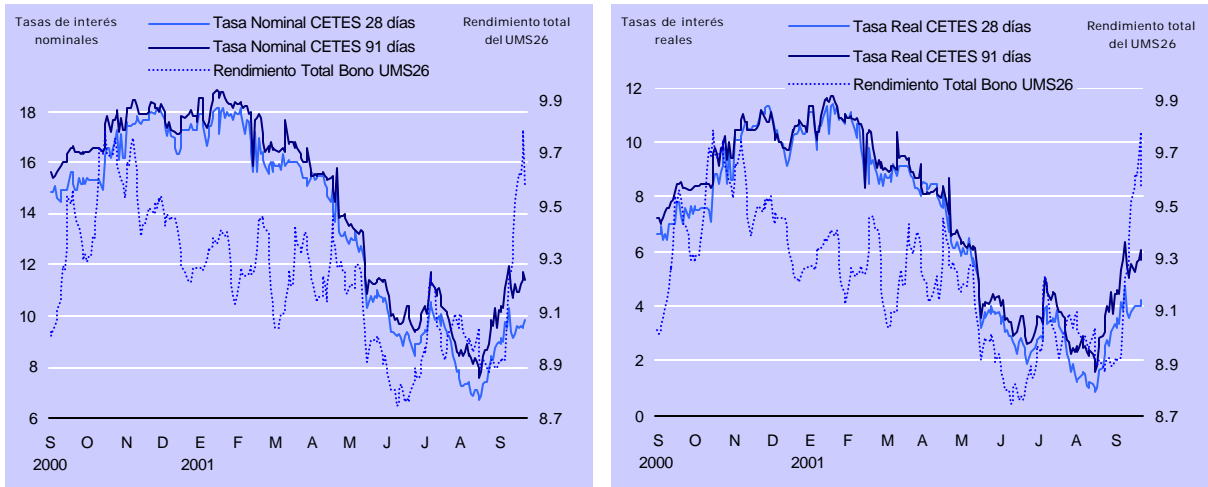
FUENTE: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

En el trimestre que se reporta, las tasas de interés nominales y reales experimentaron cambios de dirección importantes (Gráfica 15). Durante la primera mitad de julio, las tasas nominales de los Cetes a 28 días mostraron un incremento sustancial, el cual fue congruente con el que tuvieron las tasas de interés externas. El comportamiento anterior obedeció principalmente al ligero efecto de contagio que causó el agravamiento de la situación en Argentina. Poco antes de la reducción del “corto”, tanto las tasas internas como las externas disminuyeron en reacción al anuncio de la ampliación del programa del FMI para Argentina y en anticipación a dicha reducción del “corto”. A partir de la modificación de la postura de la política monetaria se presentó una disociación de las tasas de interés internas y externas. Ello, en la medida en que estas últimas se incrementaron mientras que las internas bajaron. En suma, las tasas nominales de los Cetes a 28 días se redujeron 75 y 77 puntos base del día anterior al posterior al cambio del “corto”. A su vez, el rendimiento del bono UMS26 se incrementó en 6 puntos base.

Gráfica 15

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

Por ciento



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

Después de modificarse la postura de la política monetaria, las tasas de interés internas se mantuvieron hasta mediados de agosto en una tendencia a la baja. Dicha tendencia se revirtió a finales de ese mismo mes, movimiento que no correspondió a uno similar de las tasas externas. Ello se explica por una combinación de varios factores. En primer lugar, es posible que existiera entre el público una percepción de que pudiera acordarse una reducción adicional del “corto”, la cual se diluyó a raíz de que la inflación de la primera quincena de agosto resultara mayor que la anticipada. Lo señalado se combinó con la reacción ante la demanda de un incremento salarial contractual elevado en la empresa Volkswagen y que desembocó en una huelga¹². En tercer lugar, existía la opinión entre el público de que se efectuaría un cambio a la Ley del Sistema de Ahorro para el Retiro que permitiría a las Afores invertir en una cartera más amplia de instrumentos de deuda. Sin embargo, dicha reforma no se materializó. La tendencia alcista de las tasas de interés internas observada a finales de agosto se intensificó a raíz de los trágicos eventos ocurridos en los Estados Unidos. Como consecuencia de ello, también las tasas externas experimentaron un incremento sustancial.

La reducción del “corto” así como desarrollos esperados que no se materializaron se tradujeron, a final de cuentas, en una disminución de las tasas de interés internas y en un diferencial más

¹² El paro de labores en la empresa Volkswagen comenzó el 18 de agosto y concluyó el 5 de septiembre.

estrecho entre éstas y las tasas de interés externas. Sin embargo, la baja se revirtió parcialmente en fechas posteriores, desenlace atribuible a la conjunción de las siguientes influencias: un repunte de la inflación anual y de las expectativas de la misma para el año, las implicaciones de lo anterior sobre la conducción de la política monetaria y una mayor volatilidad financiera internacional asociada a los acontecimientos en los Estados Unidos. Aunque los factores mencionados no implican presiones inflacionarias que hagan peligrar el cumplimiento del objetivo en el presente año, al conjuntarse con la persistencia de elevados incrementos nominales de los salarios contractuales justificaron una actitud prudente con respecto a la política monetaria. Lo anterior, con vistas a asegurar el logro del objetivo de inflación en el año 2002.

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

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

En el tercer trimestre de 2001 el saldo de la base monetaria aumentó en promedio a una tasa nominal anual de 11.7 por ciento, menor que la registrada en el mismo lapso del año anterior (27.3 por ciento). Durante el periodo el saldo observado de la base monetaria continuó ubicándose por debajo del pronosticado, con una desviación promedio de -2.4 por ciento. Lo anterior se explica fundamentalmente por un crecimiento de la actividad económica menor que el previsto.

En el bienio 1999-2000, alrededor de 10 por ciento del saldo de los billetes y monedas en circulación se mantuvo en la caja de los bancos. Durante el trimestre julio-septiembre el saldo nominal del efectivo en caja creció en promedio a una tasa anual de 21.1 por ciento. Este incremento se explica en parte por el incremento de las cuentas de nómina y, en menor medida, por el del número de cajeros automáticos.

Los activos internacionales netos del Banco de México aumentaron 2,047 millones de dólares en el trimestre reportado. En contraste con lo ocurrido en el primer semestre del año, el Gobierno Federal contribuyó a dicha acumulación de activos internacionales, principalmente debido a los ingresos que obtuvo por la recuperación de colateral, asociada a la recompra de Bonos Brady. Por otra parte, en julio-septiembre el crédito interno neto disminuyó 18,092 millones de pesos, como reflejo de la mencionada acumulación de activos internacionales (Cuadro 9).

Cuadro 9 Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto

Millones

	Saldos		Flujos efectivos enero -marzo 2001	Flujos efectivos abril -junio 2001	Flujos efectivos julio -septiembre 2001	Flujos efectivos acumulados en el año ^{1/} Al 28 Sep. 2001
	Al 30 Dic. 2000	Al 28 Sep. 2001				
(A) Base Monetaria (Pesos)	208,943	182,188	-32,833	4,624	1,454	-26,755
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{2/}	342,386	408,089	46,162	4,677	19,546	70,385
Activos Internacionales Netos (Dólares de E.U.) ^{2/}	35,629	42,912	4,716	521	2,047	7,284
Variación de Activos Internacionales Netos			4,716	521	2,047	7,284
<i>Pemex (Dólares de E.U.)</i>			3,820	1,234	767	5,821
<i>Gobierno Federal (Dólares de E.U.)</i>			-238	-1,751	628	-1,361
<i>Compras por mecanismo de opciones</i>			735	628	0	1,363
<i>Otros (Dólares de E.U.) ^{3/}</i>			399	410	652	1,461
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-133,443	-225,901	-78,995	-53	-18,092	-97,140
Memorándum:						
(D) Reserva Internacional ^{4/} (Dólares de E.U.)	33,555	39,415	4,481	695	684	5,860

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.

III.2.2. Agregados Monetarios M1 y M4

La tasa real de crecimiento del medio circulante (M1) aumentó significativamente en el periodo julio-septiembre con respecto a la observada en el trimestre previo. La variación más importante se registró en las cuentas de cheques en moneda extranjera, las cuales se incrementaron en lo principal por las operaciones realizadas con motivo de la adquisición de Banamex por Citicorp. Adicionalmente, los depósitos en cuenta corriente (cuentas de nómina) han mantenido un vigoroso crecimiento, como reflejo de la intensa promoción de estas cuentas por parte de la banca, lo cual resultó en una mayor bancarización (Cuadro 10).

Cuadro 10

Agregados Monetarios

Variación real anual de saldos promedio en por ciento

	2001		
	enero-marzo	abril-junio	julio-septiembre
M1	6.75	3.49	7.77
Billetes y Monedas en Poder del Público	7.35	3.13	6.26
Cuentas de Cheques M.N.	4.07	3.14	4.20
Cuentas de Cheques M.E.	6.46	-1.25	23.29
Depósitos en Cuenta Corriente	17.65	10.24	13.49
M4	6.44	6.72	8.83
Captación Bancaria	-10.32	-7.27	-2.83
Valores Públicos 1/ 2/	37.07	31.13	28.43
Valores Privados 2/	19.99	10.69	5.54
Fondos de Ahorro para el Retiro (sin Siefores) 3/	18.26	17.26	14.80

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.

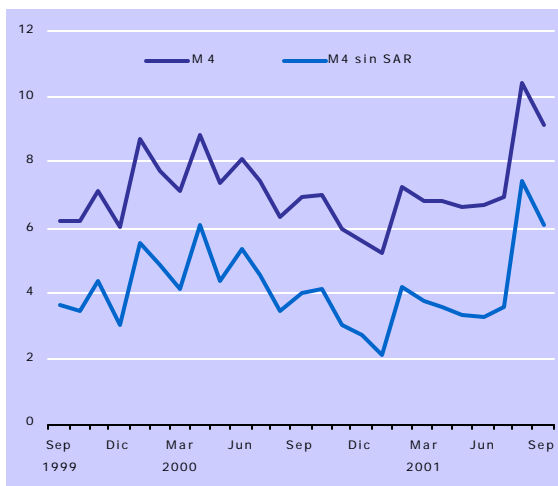
Las cifras oportunas muestran que la tasa de crecimiento real anual del agregado monetario M4 aumentó significativamente en el periodo reportado (Gráfica 16). Lo anterior obedeció en parte a que la operación de compra de Banamex por Citigroup se reflejó en una mayor captación de la banca comercial en moneda extranjera en el tercer trimestre del año, la cual aumentó 28.8 miles de millones de pesos (variación nominal de 23.1 por ciento en el trimestre). Esto último tuvo su mayor impacto sobre el agregado monetario amplio en agosto.

Gráfica 16

Sistema de Ahorro para el Retiro y M4

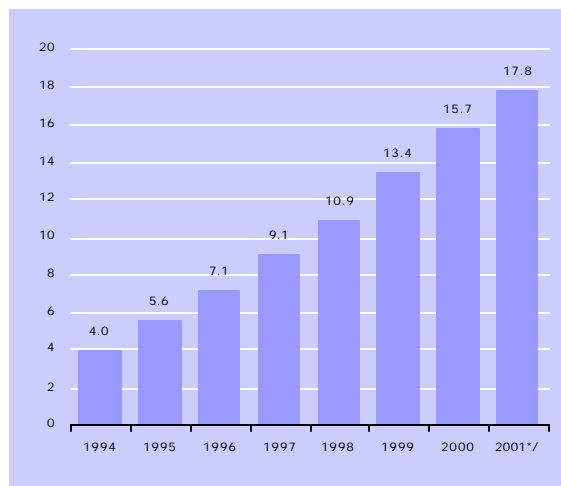
M4

Variación real anual en por ciento



Sistema de Ahorro para el Retiro

Por ciento del saldo de M4



*/ Información a septiembre de 2001.

Independientemente de las causas referidas que dieron lugar al aumento del agregado monetario amplio, a lo largo de

2001 éste ha mantenido una tasa de incremento real anual relativamente elevada (7.3 por ciento en promedio). Dicho comportamiento es aún más destacado si se considera que durante el año la actividad económica se ha debilitado. Del análisis de los componentes del agregado M4, se infiere que gran parte de la persistencia del vigor de este agregado se explica por la evolución del ahorro financiero canalizado a través del sistema de ahorro para el retiro. Dicho sistema, conformado principalmente por los fondos de vivienda y por las Siefores, ha crecido en el año a tasas reales superiores a 25 por ciento y ya representa casi el 18 por ciento de M4. Si se excluye de este agregado el ahorro financiero canalizado a través del sistema de ahorro para el retiro, M4 se hubiera incrementado en los primeros nueve meses del año a una tasa anual promedio de 4.1 por ciento en términos reales (Gráfica 16).

De los instrumentos financieros que conforman M4, los BPAS (emitidos por el IPAB) y los BREMS (emitidos por el Banco de México) han registrado los incrementos más notables durante 2001. La emisión de BPAS ha permitido al IPAB sustituir la captación del público que se realizaba a través de la banca intervenida o en situación especial. La colocación de valores por parte del Banco de México se debe, entre otros factores, a la esterilización de la acumulación de activos internacionales. A este respecto, cabe señalar que durante el año las emisiones de BREMS han desplazado gradualmente a otros valores colocados con fines de regulación monetaria (Cuadro 11).

Cuadro 11

Valores Colocados por el Banco de México con Fines de Regulación Monetaria

Millones de pesos

	Saldos				Flujos
	Dic-00	Mar-01	Jun-01	Sep-01	Ene-Sep 01
Total	162,764	156,773	170,570	188,659	25,895
BREMS	21,834	47,116	79,798	118,082	96,248
Otros Valores	140,930	109,657	90,772	70,577	-70,353

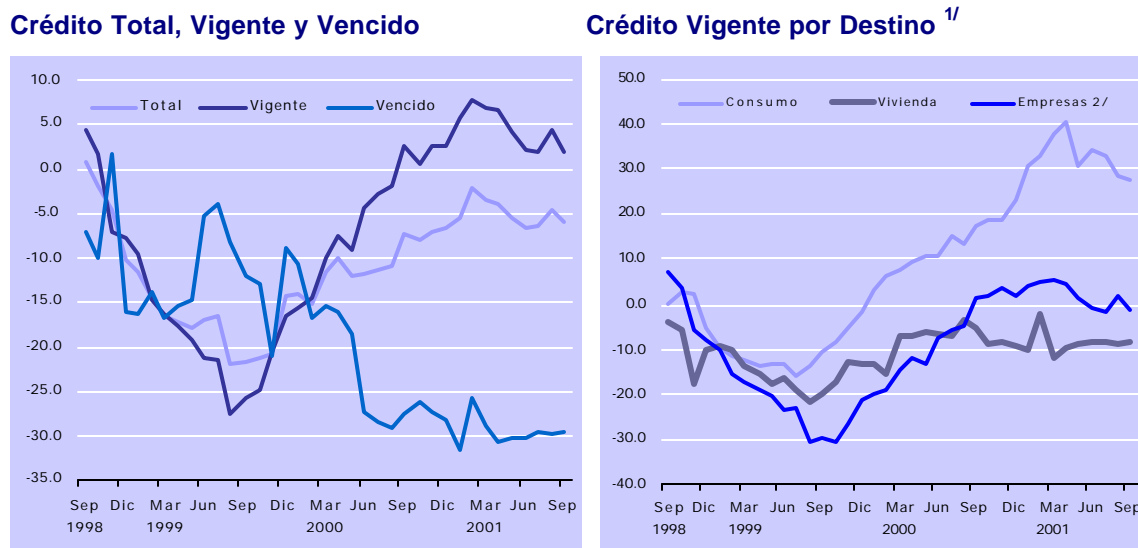
III.2.3. Financiamiento al Sector Privado

El financiamiento de la banca comercial al sector privado experimentó una ligera recuperación durante el tercer trimestre del año. Lo anterior se aprecia en la evolución de la cartera vigente¹³,

¹³ 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).

cuyo saldo ha aumentado a tasas reales anuales positivas (Gráfica 17), particularmente el del crédito al consumo.

Gráfica 17 Crédito Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado
Variación real anual en por ciento



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 detectar lo siguiente:

- (a) El saldo del crédito otorgado por las Sofoles hipotecarias creció en agosto de 2001 a una tasa real anual de 38.9 por ciento, lo cual contrasta con la reducción de este tipo de financiamiento por parte de la banca comercial;
- (b) El incremento del saldo del papel comercial en los primeros nueve meses del año (7,827 millones de pesos) fue superior al flujo acumulado durante 2001 del crédito vigente de la banca comercial a empresas (5,376 millones de pesos); y
- (c) En agosto de 2001, el saldo del crédito concedido por las Sofoles automotrices aumentó 37.3 por ciento a tasa anual en términos reales, mientras que el crédito bancario destinado a la adquisición de bienes de consumo duradero se incrementó 26.8 por ciento.

IV. Perspectivas del Sector Privado¹⁴

Durante el trimestre julio-septiembre de 2001, los consultores del sector privado revisaron sus estimaciones en el sentido siguiente: en cuanto al crecimiento económico hubo un ajuste a la baja, las expectativas de inflación se mantuvieron prácticamente constantes y se acrecentó la incertidumbre (reflejada en la dispersión de sus respuestas).

IV.1. Perspectivas del Sector Privado para 2001 y 2002

IV.1.1. Pronóstico sobre los Principales Determinantes de la Inflación

Las estimaciones de los analistas financieros del sector privado en relación con la evolución del entorno externo para el resto del año experimentaron un deterioro importante. Al respecto cabe destacar lo siguiente:

- (a) Las expectativas del sector privado nacional relativas al crecimiento anual de la economía de los Estados Unidos para el año 2001 se redujeron de 1.6 por ciento en junio a 0.8 por ciento en septiembre. No obstante lo anterior, se espera que la tasa de crecimiento de la economía estadounidense repunte a 1.8 por ciento en 2002. Al respecto, la desviación estándar de las respuestas ha aumentado, lo cual refleja una mayor incertidumbre sobre el incremento futuro del PIB de los Estados Unidos¹⁵. Por otra parte, el pronóstico promedio de los analistas estadounidenses para el crecimiento de la economía de ese país en el tercero y cuarto trimestres de 2001 es de -0.5 y -0.8 por ciento, respectivamente, en tanto que la expectativa para todo el año es de 1.1 por ciento¹⁶. Para 2002, se espera una recuperación a partir del segundo trimestre y un crecimiento anual de 1.5 por ciento. Cabe

¹⁴ 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.

¹⁵ Asimismo, el coeficiente de variación también señala una mayor dispersión de las respuestas.

¹⁶ Fuente: Consensus Forecasts, 25 de septiembre de 2001. El pronóstico para el tercer trimestre corresponde al crecimiento trimestral anualizado de la serie desestacionalizada.

señalar que los principales bancos de inversión internacionales predicen un escenario más desfavorable. Ello se refleja en que el promedio de los pronósticos de crecimiento para los Estados Unidos en 2002 por parte de Goldman Sachs, JP Morgan y Deutsche Bank es de 0.8 por ciento (Cuadro 12); y

- (b) El precio promedio que se pronostica para el año 2001 de la mezcla mexicana de petróleo de exportación es de 19.69 dólares por barril¹⁷. Para el año 2002, los analistas nacionales esperan que el precio promedio de la mezcla mexicana sea de 17.16 dólares por barril. Es importante señalar que la volatilidad implícita en los precios de los futuros del petróleo ha crecido considerablemente, debido a la incertidumbre prevaleciente en la economía mundial.

Cuadro 12

Expectativas de Crecimiento del PIB de los Estados Unidos para 2002

Variación trimestral anualizada en por ciento

	2001			2002				
	III	IV	Anual	I	II	III	IV	Anual
Consensus Forecasts	-0.5	-0.8	1.0	1.5	3.2	3.9	3.9	1.2
Deutsche Bank	-0.9	-2.6	1.0	-0.3	3.2	5.0	5.5	0.9
Goldman Sachs	-0.5	-2.5	1.0	0.5	2.0	3.0	3.0	0.5
JP Morgan	-2.5	-1.5	0.8	-0.5	3.0	4.0	4.0	0.6
Promedio*	-1.3	-2.2	0.9	-0.1	2.7	4.0	4.2	0.7

*Promedio de los pronósticos de las corredurías de Deutsche Bank, Goldman Sachs y JP Morgan revisados hasta el 22 de octubre.

Durante septiembre, el pronóstico para el nivel del tipo de cambio al cierre de 2001 aumentó también como reflejo de la incertidumbre que existe en los mercados internacionales.

Al cierre de septiembre la predicción del sector privado era que el tipo de cambio en diciembre de 2001 sería de 9.54 pesos por dólar. Por otra parte, hacia esas fechas (28 de septiembre) el precio de los futuros del peso para el final de 2001 se situó en 9.70 pesos por dólar (Gráfica 18).

Los especialistas encuestados estiman que el tipo de cambio al cierre de diciembre de 2002 se ubique en 10.06 pesos por

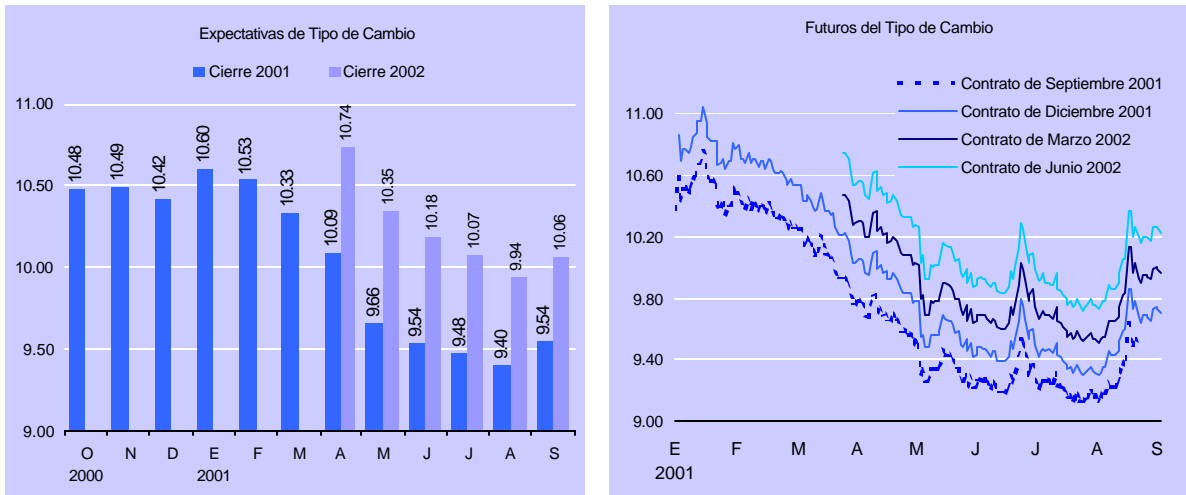
¹⁷ Por otra parte, si se toman en cuenta las cotizaciones a futuro del precio internacional del petróleo WTI (1 de octubre) y la diferencia con el precio de la mezcla mexicana en esa fecha, se estima un precio promedio de la mezcla mexicana de 19.11 dólares por barril para 2001.

dólar, mientras que los futuros del peso indican que la paridad será de 10.80¹⁸ pesos por dólar.

Gráfica 18

Expectativas de Tipo de Cambio y Futuros del Tipo de Cambio para el Cierre de 2001

Pesos por dólar



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

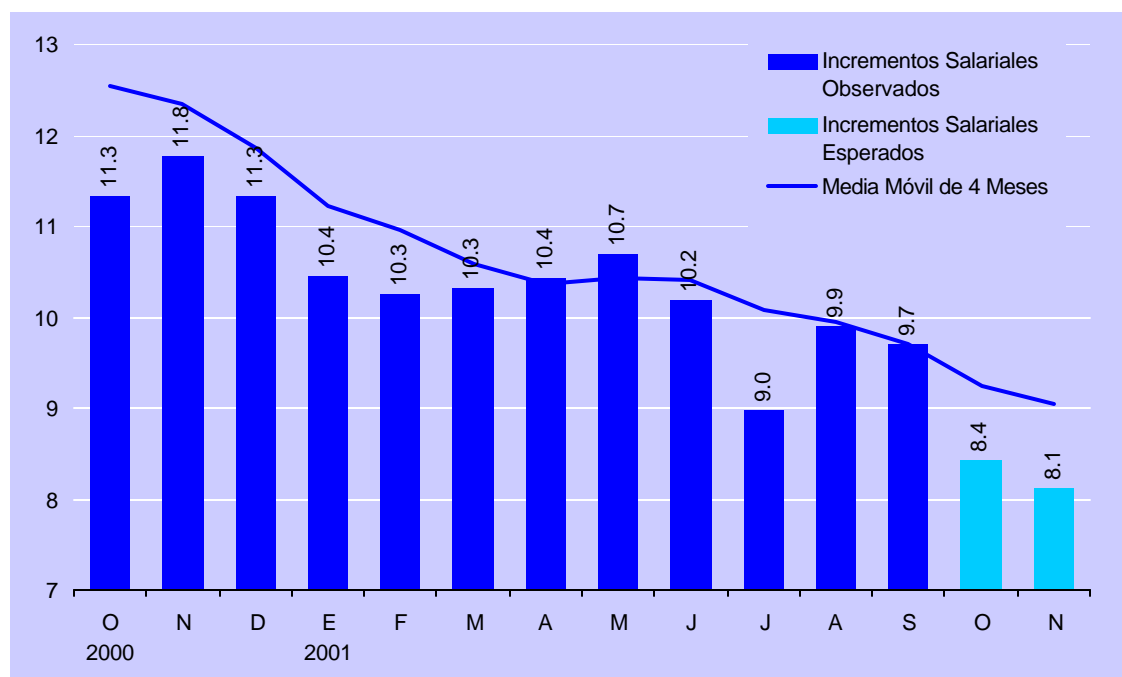
Los incrementos de los salarios contractuales que los analistas esperan para octubre y noviembre son de 8.43 y 8.13 por ciento, respectivamente (Gráfica 19). Cabe destacar que durante todo el presente año no se materializó la inflexión a la baja de los aumentos de los salarios contractuales esperada por los referidos analistas.

¹⁸ Este es el precio del futuro al 28 de septiembre; sin embargo, el 15 de octubre el futuro del peso al cierre de 2002 se ubicaba en 10.45 pesos por dólar.

Gráfica 19

Incrementos Salariales Contractuales

Variación anual en por ciento



FUENTE: Secretaría del Trabajo y Previsión Social. Para octubre y noviembre de 2001 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 septiembre de 2001.

Los consultores pronostican que el crecimiento anual real del PIB en 2001 será de 0.21 por ciento, sensiblemente menor que el reportado en junio (2.07 por ciento). Esta revisión vino acompañada de un aumento considerable en la dispersión de las respuestas¹⁹. Para todo el año, se pronostican déficit de la balanza comercial y de la cuenta corriente menores que los estimados en junio, modificándose las estimaciones, respectivamente de 11,359 a 9,001 millones de dólares y de 20,866 a 18,413 millones. Asimismo, para 2001 los consultores encuestados estiman un incremento de las exportaciones no petroleras de 0.8 por ciento y una disminución de las exportaciones petroleras de 16.2 por ciento. Por otra parte, prevén que en 2001 las importaciones aumentarán 0.9 por ciento. Finalmente, los analistas corrigieron ligeramente su pronóstico respecto al flujo de inversión extranjera directa esperado para este año, de 17,615 millones de dólares en junio a 17,684 millones en septiembre.

El pronóstico relativo al crecimiento real del PIB para 2002 se ajustó a la baja, de 4.46 por ciento en junio a 2.85 por ciento en septiembre. Asimismo, aumentó la dispersión de las

¹⁹ El coeficiente de variación pasó de 0.29 en junio a 1.57 en septiembre de 2001.

respuestas²⁰. Por otra parte, para el próximo año se anticipan déficit respectivos de la cuenta corriente y de la balanza comercial de 20,834 y 11,056 millones de dólares. La expectativa relativa al flujo anual de inversión extranjera directa pasó de 14,742 millones de dólares en junio a 13,885 millones en septiembre.

Los indicadores relativos al clima de los negocios para las actividades productivas del sector privado y del nivel de confianza siguieron mostrando debilidad. El 7 por ciento de los analistas expresó que durante el próximo semestre el ambiente de los negocios será propicio, 21 por ciento mencionó que se mantendrá sin cambio y el resto de los encuestados, 72 por ciento, señaló que se deteriorará.

En opinión de los especialistas del sector privado, los principales factores capaces de entorpecer la actividad económica durante los próximos seis meses son los siguientes: la debilidad de los mercados externos y de la economía mundial (28 por ciento de las respuestas); la inestabilidad financiera internacional y la incertidumbre política internacional (12 por ciento de las respuestas cada una); incertidumbre respecto a la situación de la economía nacional y a una posible contracción de la oferta de recursos del exterior (8 por ciento de las respuestas cada una); y, por último, la disminución del precio de exportación de petróleo y la debilidad del mercado interno (7 por ciento de las respuestas cada una).

IV.1.2. Pronósticos de Inflación del Sector Privado

Los pronósticos de la inflación mensual para octubre, noviembre y diciembre de 2001 reportados en la encuesta de septiembre fueron, respectivamente, 0.60, 0.68 y 0.87 por ciento. Dichos pronósticos implican que la inflación anual pasará de 6.14 por ciento en septiembre a 5.64 por ciento en diciembre.

La predicción relativa a la inflación anual para los siguientes doce meses se redujo de 6.84 por ciento en junio de 2001 a 5.72 por ciento en septiembre. La referente al cierre de 2001 se modificó de 6.23 por ciento en junio a 5.60 por ciento en septiembre. Bajo el supuesto de que se aprobará la reforma fiscal, los consultores estimaron una inflación de 6.55 por ciento para los próximos doce meses y de 6.25 por ciento para el cierre de este año. La expectativa en cuanto al nivel de la inflación subyacente para el cierre del presente año disminuyó de 6.18 por ciento en junio a 5.36 por ciento en septiembre. Los consultores anticipan

²⁰ El coeficiente de variación aumentó de 0.19 en junio a 0.44 en septiembre de 2001.

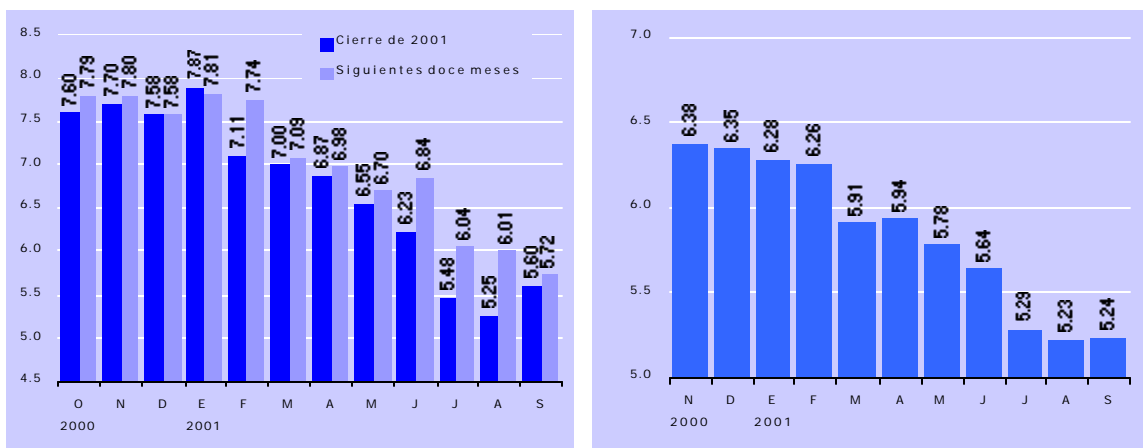
que la inflación anual al final de 2002 será de 5.24 por ciento, menor que la de 5.64 por ciento pronosticada en junio (Gráfica 20). Finalmente, la expectativa de la inflación para 2003 es de 4 por ciento.²¹

Gráfica 20 Evolución de las Expectativas de Inflación

Variación anual en por ciento

Cierre de 2001 y Sigüientes 12 meses

Cierre de 2002



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

²¹ Encuesta de Expectativas de Inflación de Infosel Financiero.

V. Balance de Riesgos y Conclusiones

El desempeño de la economía de México a lo largo de 2001 ha estado influido principalmente por tres factores:

- (a) la drástica desaceleración de la economía de los Estados Unidos;
- (b) la disponibilidad y términos del financiamiento externo; y
- (c) el aumento de los costos unitarios de la mano de obra derivado de los elevados incrementos de los salarios contractuales.

La notable caída que ha experimentado la actividad económica en los Estados Unidos afectó desfavorablemente y de manera inmediata la expansión de las exportaciones, de la inversión privada y del empleo en México. Asimismo, vía la incidencia que ha tenido sobre el empleo indujo, si bien con un rezago, una disminución importante del ritmo de crecimiento del consumo. De esta manera, la demanda y la oferta internas se acomodaron rápidamente, y de manera ordenada, a la pérdida de vigor de la economía del principal socio comercial del país. Finalmente, como se menciona en el documento, la reducción que registró el crecimiento de la demanda interna es el principal factor que explica que la ampliación del déficit de la cuenta corriente haya sido significativamente menor que la esperada. Obviamente, este fenómeno, a través de su efecto directo sobre los precios y también como un elemento causal de la estabilidad cambiaria, contribuyó a las menores presiones inflacionarias que se han registrado en 2001.

El segundo factor que ha condicionado significativamente la evolución de la economía en el año ha sido la cuantiosa oferta de capitales del exterior observada en los primeros tres trimestres. Dentro de estos flujos destacan nuevamente los de largo plazo. Este fenómeno ha servido para limitar los impactos del entorno externo sobre los costos y la disponibilidad del financiamiento externo para el país y ha contribuido a propiciar la caída de las tasas de interés internas y la apreciación del tipo de cambio.

La desaceleración económica y la abundante oferta de capitales han coadyuvado a un entorno favorable para el descenso de la inflación. Ello, debido a que la moderación del crecimiento

de la demanda agregada y la amplia oferta de recursos externos, limitaron la capacidad de los productores para trasladar a los precios de los bienes no comerciables los aumentos que han registrado los costos unitarios de la mano de obra. Asimismo, al propiciar la estabilidad del tipo de cambio, los capitales externos han inducido una reducción considerable de la inflación de los bienes comerciables.

Por último, los incrementos que han experimentado los salarios contractuales durante el año han sido claramente incongruentes con el objetivo de inflación y con las ganancias en la productividad de la mano de obra. Ello, sumado a la contracción de la demanda externa e interna, ha generado la mayor pérdida de empleos registrada en los primeros nueve meses de los últimos cinco años. Asimismo, los aumentos de los costos unitarios laborales han sido un freno para el proceso desinflacionario en el sector servicios y han limitado la caída de la inflación general.

El comportamiento de todos los factores mencionados determinará en gran medida la trayectoria de la economía y de los precios en México durante los próximos meses. A este respecto, cabe destacar que la evolución de la economía mundial, y en particular la de los Estados Unidos, apuntaba ya hacia un periodo de debilidad económica más pronunciada aún antes de los ataques terroristas del 11 de septiembre. Los atentados confirmaron esta percepción e indujeron un aumento en la aversión al riesgo en los mercados internacionales de capital, influencia que redundará en un incremento del costo y en una disminución de la disponibilidad de financiamiento para las economías emergentes. Asimismo, el deterioro de las perspectivas de crecimiento para la economía mundial ha dado lugar a una importante reducción del precio del petróleo. Así, lamentablemente, se han materializado los riesgos externos sobre los que el Banco de México alertó en su anterior Informe sobre la Inflación: menor crecimiento en los Estados Unidos, precio del petróleo más bajo y condiciones más estrictas del financiamiento externo.

A continuación, se presentan los principales supuestos relativos a la evolución del entorno externo para lo que resta de 2001 y para 2002 que conforman el escenario base del Banco de México:

- (a) Se anticipa que el crecimiento de la economía de los Estados Unidos en 2001 se ubique en alrededor de 1 por ciento y que en 2002 se encuentre entre 0.5 y 0.9 por ciento. Asimismo, se prevé que en el segundo semestre del año entrante tenga lugar una rápida recuperación,

como resultado de las políticas fiscal y monetaria de corte expansionista que se han instrumentado en ese país. Cabe destacar que, dada la incertidumbre económica y política prevaleciente en el mundo, estos supuestos están sujetos a un grado de error mayor que el normal. Por otro lado, los intervalos referidos no consideran un escenario en el cual se presentaran nuevos actos terroristas en los Estados Unidos susceptibles de minar aún más la confianza del consumidor y de retrasar la recuperación económica;

- (b) Con base en la cotización a futuro del precio del petróleo WTI y en la brecha entre este precio y el de la mezcla mexicana de exportación, se pronostica para 2001 un precio promedio para dicha mezcla alrededor de 19 dólares por barril y para 2002 entre 16 y 17 dólares por barril;
- (c) El impacto del deterioro del entorno internacional sobre las condiciones de acceso a los mercados financieros se seguirá reflejando en un aumento del costo del financiamiento para la gran mayoría de las empresas internacionales y para todos los mercados emergentes; y
- (d) La frágil situación financiera por la que atraviesan algunas economías de la región podría derivar en desenlaces desordenados con efectos de contagio sobre otros países.

La mayor debilidad del entorno internacional se transmitirá a la economía nacional a través de varios canales. Destacan entre éstos los siguientes:

- (a) Disminución de las exportaciones, de los ingresos por turismo y, tal vez, de las remesas de los mexicanos que residen en el exterior;
- (b) Menos facilidades para el financiamiento de la cuenta corriente, tanto por menores flujos de cartera como de inversión extranjera directa; y
- (c) La agudización de la incertidumbre llevará a que se pospongan proyectos de inversión. Asimismo, es previsible que la holgura en el mercado laboral eventualmente induzca un más lento crecimiento del consumo.

Con fundamento en lo anterior y en la evolución de los indicadores adelantados con los que se cuenta, se preparó un

pronóstico de la trayectoria de las principales variables macroeconómicas para lo que resta de 2001 y para 2002. Los principales resultados de este ejercicio de prognosis se presentan a continuación:

- (a) La información disponible hasta el momento de las revisiones a la baja de los pronósticos de expansión para la economía de los Estados Unidos, apuntaba a que el PIB de México registraría en 2001 un crecimiento anual de aproximadamente 0.5 por ciento. Sin embargo, el impacto del deterioro de las expectativas económicas para los Estados Unidos, de los efectos sectoriales de los atentados y de la caída del precio del petróleo sugieren que muy probablemente el PIB no crezca en 2001. Por otra parte, se espera que en el año 2002 la economía mexicana se expanda a una tasa de aproximadamente 1.5 por ciento. No sobra decir que este pronóstico está sujeto a un grado muy elevado de incertidumbre, ya que no sólo depende de la evolución de la economía mundial y del comportamiento de los mercados financieros internacionales, sino también de la manera en que la economía nacional responda a esas influencias;
- (b) El efecto de la modificación del entorno internacional sobre la evolución de la inflación interna es incierto. Por un lado, el menor crecimiento de la demanda agregada en México, inducido por la desaceleración global, podría contribuir a debilitar las presiones inflacionarias. Por otro, si bien la demanda agregada y las importaciones han mostrado un grado considerable de flexibilidad para acomodarse a la caída de la demanda externa, evitándose de esta manera ampliaciones significativas del déficit de las cuentas externas, el ajuste ante menores ingresos por turismo, remesas y exportaciones petroleras podría no darse de manera tan automática, como ha ocurrido ante caídas en las exportaciones manufactureras. Ello, debido a que estos rubros de ingreso no están relacionados directamente con las importaciones. En contraste, las exportaciones manufactureras contienen una proporción significativa de insumos importados. Lo anterior, aunado a una posible reducción de los flujos de capital, podría inducir una mayor volatilidad en el mercado cambiario, lo cual presionaría a su vez a los precios de los bienes comerciables. Asimismo, los aumentos de los costos unitarios de la mano de obra y la rigidez a la baja observada en la inflación subyacente de los servicios indican que en ese sector se seguirán gestando presiones

inflacionarias incongruentes con el objetivo de inflación para 2002;

Si bien la evolución reciente de la inflación indica que en 2001 la meta se cumplirá con una alta probabilidad, para el año 2002 se vislumbran presiones sobre los precios que no hacen aconsejable perseguir activamente condiciones monetarias menos restrictivas al menos mientras persista la rigidez salarial. Sin embargo, en un entorno de lento crecimiento económico y en ausencia de factores de vulnerabilidad financiera, es muy probable que la transmisión a precios de los movimientos cambiarios y de los costos unitarios pudiera ser más débil que en el pasado; y

- (c) La desaceleración experimentada en 2001 por la demanda agregada es congruente con un déficit anual de la cuenta corriente menor que 3 por ciento del PIB. Las repercusiones del deterioro del entorno externo sobre las exportaciones y el turismo podrían redundar en una ampliación de dicho déficit en 2002, a niveles de alrededor de 3 por ciento del producto.

Cuadro 13

Pronósticos de las Principales Variables Macroeconómicas para 2002.

Producto Interno Bruto (Crecimiento Anual)	1.5
Consumo Privado (Crecimiento Anual)	1.8
Inversión Privada (Crecimiento Anual)	3.1
Balanza Comercial (Por ciento del PIB)	1.8
Cuenta Corriente (Por ciento del PIB)	3.0
Inflación (Dic-Dic)	4.5
Precio del Petróleo (Dls/Barril)	16 - 17
Economía de los Estados Unidos (Crecimiento Anual)	0.7

Pese a la posibilidad de estos efectos desfavorables, es pertinente enfatizar que el ciclo económico actual es claramente distinto a las crisis financieras y de balanza de pagos ocurridas en el pasado. La desaceleración de la economía nacional es consecuencia de un entorno mundial muy desfavorable y no de desequilibrios internos. Por ello, a pesar de las grandes

perturbaciones a las que ha estado expuesta, la economía mexicana no ha experimentado inestabilidad cambiaria, fugas de capital, ni aumentos bruscos de las tasas de interés. Por el contrario, se ha observado un tipo de cambio estable, niveles elevados de inversión extranjera e incluso disminuciones de los réditos. Estos resultados se sustentan en gran medida en las fortalezas con que cuenta la economía de México. Destacan entre éstas las siguientes:

- un régimen de tipo de cambio flexible;
- una política fiscal prudente;
- una administración de la deuda pública encausada a reducir la concentración de las amortizaciones;
- una política monetaria orientada al cumplimiento de los objetivos de inflación; y
- un sistema financiero más sólido.

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

- (a) un menor crecimiento económico en los Estados Unidos; y
- (b) una drástica caída del precio del petróleo.

No obstante, la mayoría de los analistas que dan seguimiento a la economía de los Estados Unidos anticipa que a partir del segundo trimestre de 2002 dicha economía empezaría a registrar tasas de crecimiento positivas. Empero, la probabilidad de que dicho escenario se postergue no es despreciable.

Ello podría obedecer a que el estímulo fiscal y monetario instrumentado por las autoridades de ese país tuviese un efecto menor que el previsto y que, por ende, la rápida recuperación esperada para el segundo semestre de 2002 no se materializara. Si bien no puede descartarse la posibilidad de que dichos estímulos tengan un mayor y más rápido impacto que el supuesto, todo parece indicar que los riesgos están sesgados hacia un crecimiento aún menor que el contemplado en el escenario base. Asimismo, de ocurrir nuevos atentados terroristas en territorio estadounidense, la confianza del consumidor y el clima de los negocios se verían severamente dañados.

En este contexto, también sería probable que el precio del petróleo experimentase caídas adicionales. De tener lugar, estos fenómenos inducirían un crecimiento económico más lento y una

menor creación de empleos en México. Como se comentó, el impacto de este escenario sobre la inflación 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, la cual podría dar lugar a una depreciación del tipo de cambio. En la medida en que dicha 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 de inflación propuestas.

Al momento de publicarse este documento, los principales elementos internos de riesgo que podrían dar lugar a la modificación del escenario base descrito son:

- (a) que un eventual rechazo de la reforma fiscal o la aprobación de una versión con una menor capacidad recaudatoria que la esperada por los mercados diera lugar a un drástico deterioro de las expectativas; y
- (b) 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.

La reforma fiscal que en su caso llegue a aprobarse por el H. Congreso de la Unión deberá conseguir tres finalidades: disminuir la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante los ingresos petroleros, incrementar los ingresos públicos y reducir las necesidades de financiamiento del Gobierno. Así, dicha reforma está llamada a ser un coadyuvante importante para que pueda culminar exitosamente el esfuerzo desinflacionario.

Como se ha reiterado en muchas ocasiones, la incongruencia entre las revisiones salariales contractuales y la suma del objetivo de inflación y las ganancias sostenibles en la productividad no sólo es causa de presiones inflacionarias sino que también afecta negativamente la creación de empleos y las utilidades de las empresas. En el presente año, la menor pérdida de empleos ha ocurrido en aquellos sectores en los que las revisiones salariales han sido más moderadas. Ante la desaceleración económica y la caída de la demanda externa, las empresas han compensado el aumento de los costos unitarios de la mano de obra con recortes de su planta laboral. De ahí la importancia de que se alcance la congruencia salarial para defender el empleo y lograr su

rápida recuperación en el futuro cercano. De ampliarse la 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 la finalidad de hacer viable la consecución de los objetivos de inflación de mediano plazo y coadyuvar a una recuperación más rápida del empleo, la política monetaria tendría que volverse más restrictiva.

* * *

El adverso entorno externo implica que la recuperación del crecimiento de las exportaciones y de la economía mexicana en general será paulatina. Además, cuando esto ocurra será difícil esperar que la expansión sea tan vigorosa como la conseguida en los últimos dos años. Ello, debido a que no se vislumbra, en un futuro cercano, que las tasas de crecimiento de la economía estadounidense regresen a sus elevados niveles de los pasados cinco años.

La difícil coyuntura por la que está transitando la economía de México ha llevado a algunos analistas a recomendar la aplicación de estímulos fiscales y monetarios. En el ámbito monetario, la rápida caída que registró la inflación anual en el transcurso de 2001 permitió que se diera una importante disminución de las tasas de interés. Sin embargo, en el ámbito fiscal, la desaceleración económica agravó aún más la debilidad de los ingresos del sector público. Por ello, el curso de acción más prudente será redoblar los esfuerzos para preservar la disciplina fiscal. En este contexto, un déficit fiscal más elevado podría llevar a un deterioro de la confianza, a un aumento de las tasas de interés y a volatilidad financiera. Esto contrasta con la aplicación contracíclica de la política fiscal que se ha acordado en los Estados Unidos, la cual es posible debido a la posición superavitaria de las cuentas públicas de ese país.

Ante la perspectiva descrita, es imperativo reforzar los elementos internos que permitan a México ampliar su potencial de crecimiento:

- (a) la estabilidad macroeconómica; y
- (b) el avance en las reformas pendientes.

Con respecto a la estabilidad macroeconómica, la mejor contribución que pueden hacer las políticas fiscal y monetaria, es que perseveren en la prudencia que las ha caracterizado hasta la

fecha. Por ello, la Junta de Gobierno del Banco de México ratifica el compromiso de alcanzar al cierre del año 2002 una inflación menor que 4.5 por ciento y una inflación de 3 por ciento en 2003.

Asimismo, resulta imprescindible la aprobación de una reforma fiscal satisfactoria que fortalezca la solvencia del sector público y permita un mayor gasto en salud, educación y programas de alivio a la pobreza.

En el aspecto estructural se necesita avanzar, entre otros aspectos prioritarios, en los siguientes:

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

El avance en los ámbitos mencionados permitirá incrementar la productividad de la economía nacional. De esa forma se propiciaría un crecimiento económico más rápido, más y mejores empleos y una distribución del ingreso más equitativa.

Desde la caída del muro de Berlín y hasta la fecha, el proceso de globalización de las economías del mundo había procedido a un ritmo acelerado. Si bien los costos y beneficios del mismo han sido objeto de amplia discusión, se reconoce en lo general que ha abierto oportunidades para lograr un mejor nivel de vida, como ha ocurrido en los países del sudeste asiático. Las fuerzas que impulsaban dicho proceso y la velocidad a la cual se extendía eran aparentemente inexorables.

Los recientes atentados terroristas han puesto en duda los alcances ulteriores de la globalización. Es posible que las preocupaciones sobre la seguridad nacional a que han dado lugar se traduzcan tanto en un mayor control sobre los flujos de mercancías y sobre el movimiento de personas provenientes de ciertas regiones del mundo, como en un mayor interés por realizar inversiones en aquellos lugares donde la percepción de riesgos sea más favorable. Lo anterior sugiere que en el futuro el proceso de apertura podría replantearse en términos más regionales.

Para aprovechar esta coyuntura, México tiene frente a sí la oportunidad de consolidar su integración económica con los Estados Unidos y Canadá. Ello se lograría mediante una convergencia más amplia de las políticas macroeconómicas, financieras, laborales, regulatorias y jurídicas, tal como ocurrió entre los países de Europa durante la última década. Lo señalado podría conseguirse sin perjuicio de buscar una mayor diversificación de las relaciones comerciales y financieras de México con países de otros continentes.

Además de los económicos, otros factores deben ser tomados en cuenta para que México pueda aprovechar plenamente las oportunidades que abren las circunstancias. Entre ellos destaca la conveniencia de fortalecer la seguridad colectiva en la zona de América del Norte. De lograrse lo anterior México resultaría más atractivo como destino de la inversión y del turismo, a la vez que se facilitarían tanto los flujos migratorios como la transferencia de tecnología.

El futuro inmediato presenta retos importantes a la economía de México. A diferencia del pasado reciente, en el cual el entorno externo fue favorable, hoy en día es imprescindible compensar condiciones mundiales adversas mediante el aumento de la competitividad de las empresas mexicanas. Esta aspiración sólo será realidad si se avanza decididamente en la agenda de cambio estructural definida por la presente Administración, y en la que participa activamente el Congreso, en un ambiente de debate democrático y plural. Ese es el camino por el cual se logrará una recuperación más pronta y se alcanzarán tasas de crecimiento elevadas y sostenidas, en un contexto de inflación baja y estable. Ambos son factores indispensables para mejorar de manera permanente el bienestar de la población de México.