

Informe sobre la Inflación

Abril – Junio 2001



BANCO DE MEXICO

JULIO, 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 julio de 2001. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

INDICE

I. Introducción	1
II. Evolución Reciente de la Inflación	2
II.1. Indicadores de Inflación	2
II.1.1. Inflación Anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente	2
II.1.2. Inflación Mensual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente	4
II.1.3. Índice Nacional de Precios Productor	6
II.1.4. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación	7
II.2. Principales Determinantes de la Inflación	7
II.2.1. Entorno Externo y Tipo de Cambio	7
II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo	16
II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas	22
II.2.4. Precios Administrados y Concertados	28
III. La Política Monetaria Durante el Segundo Trimestre de 2001	31
III.1. Acciones de Política Monetaria	31
III.2. Agregados Monetarios y Crediticios	37
III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales Netos	37
III.2.2. Agregados Monetarios M1 y M4	39
III.2.3. Financiamiento al Sector Privado	40
IV. Perspectivas del Sector Privado para 2001	43
IV.1. Pronósticos sobre los Principales Determinantes de la Inflación	43
IV.2. Pronósticos de Inflación del Sector Privado	45
V. Balance de Riesgos y Conclusiones	48

I. Introducción

La economía mundial experimenta una desaceleración, causada principalmente por un debilitamiento más pronunciado que el esperado de la actividad económica en los Estados Unidos.

En el primer semestre de 2001, México enfrentó tres perturbaciones de origen externo: la rápida transmisión de la pérdida de fortaleza de la economía de su principal socio comercial, la caída del precio del petróleo y las repercusiones de los acontecimientos en Argentina.

Si bien el acomodo de la economía nacional a este desfavorable entorno externo ha tenido repercusiones negativas—como lo constatan un ritmo más lento de crecimiento de las exportaciones, la contracción de la producción industrial y la pérdida de empleos— sin lugar a dudas ha sido ordenado. La inserción del país a la fase descendente del ciclo económico no ha venido acompañada de desequilibrios insostenibles de las cuentas externas, inflación creciente o volatilidad extrema en los mercados financieros nacionales.

Tanto la expansión de la economía de los Estados Unidos como la de México probablemente resulten más lentas que las originalmente pronosticadas para el segundo semestre. Como consecuencia, la economía mexicana seguirá registrando un crecimiento por debajo de su potencial. Lo anterior sugiere que en lo que resta del año las presiones inflacionarias tenderán a moderarse. No obstante, dos factores podrían obstaculizar la continuación del, hasta ahora, más favorable desempeño conseguido en este ámbito. En primer lugar, la rigidez a la baja de los incrementos del salario nominal en un contexto de productividad e inflación decrecientes. En segundo, las correspondientes expectativas permanecen aún por encima de las metas de inflación para 2002 y 2003.

Los principales factores de incertidumbre que confronta la economía de México se relacionan con la fortaleza y prontitud del repunte de la economía estadounidense y con la aprobación de una reforma fiscal cuyo resultado recaudatorio confirme las expectativas favorables que al respecto se han formado los mercados.

II. Evolución Reciente de la Inflación

La evolución de los precios durante el segundo trimestre de 2001 fue en general favorable, manteniéndose en una trayectoria congruente con el objetivo de alcanzar en diciembre de 2001 una inflación anual que no exceda de 6.5 por ciento. En cuanto al comportamiento de los principales índices de precios cabe destacar lo siguiente:

- (a) la inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) y del índice de precios subyacente continuó a la baja;
- (b) la inflación anual subyacente tanto de mercancías como de servicios disminuyó;
- (c) la brecha entre la tasa de crecimiento anual del subíndice de los precios de los bienes concertados y administrados por el sector público y la inflación general se estrechó; y
- (d) la inflación anual del Índice Nacional de Precios Productor (INPP) sin petróleo y sin servicios registró una reducción significativa.

No obstante lo anterior, el descenso de la inflación general se vio limitado por la modesta reducción que registró la inflación subyacente.

II.1. Indicadores de Inflación

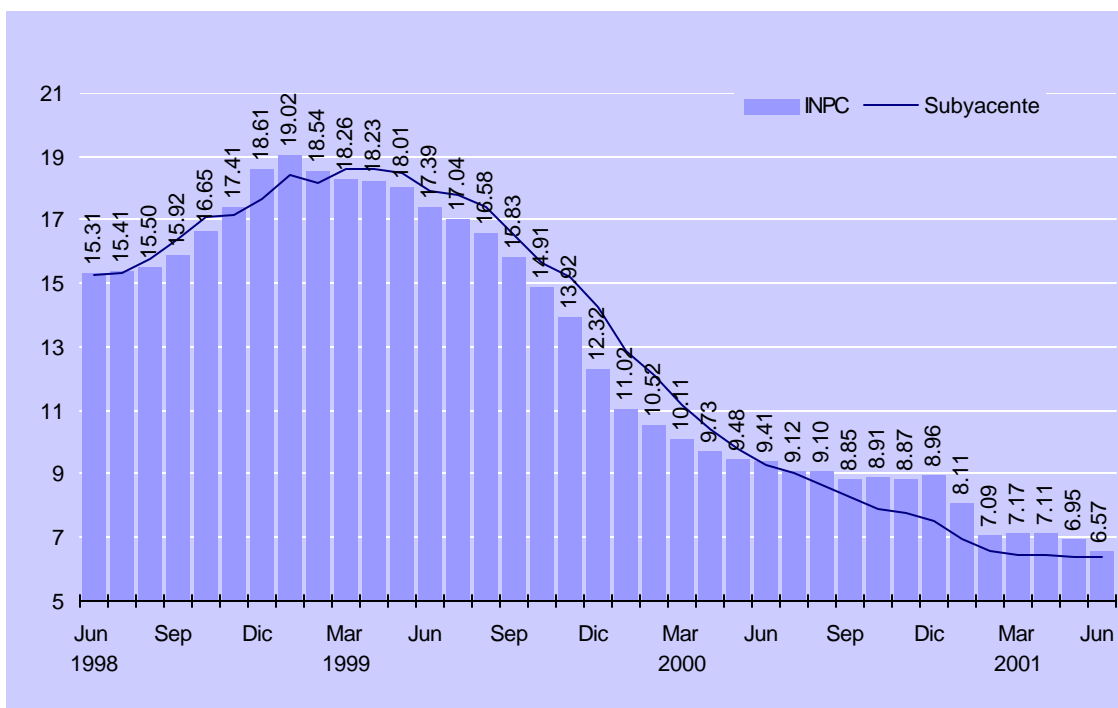
En esta sección se analiza el desempeño que tuvieron durante el trimestre abril-junio de 2001 los principales índices con los que se da seguimiento al comportamiento de la inflación: el INPC, el índice de precios subyacente y el INPP.

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

En junio de 2001, la inflación anual medida por las variaciones del INPC fue 6.57 por ciento, mientras que en marzo había sido de 7.17 por ciento (Gráfica 1).

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

Variación anual en por ciento



Por su parte, en junio de 2001 la tasa de crecimiento anual del índice de precios subyacente resultó de 6.36 por ciento, ligeramente inferior a la observada en marzo. Así, por cuarto trimestre consecutivo, en el periodo abril-junio la inflación subyacente anual se situó por debajo de la inflación general (Gráfica 1). Sin embargo, dicho lapso fue el segundo consecutivo en el cual se redujo el diferencial entre la inflación anual del INPC y la del índice subyacente (Cuadro 1).

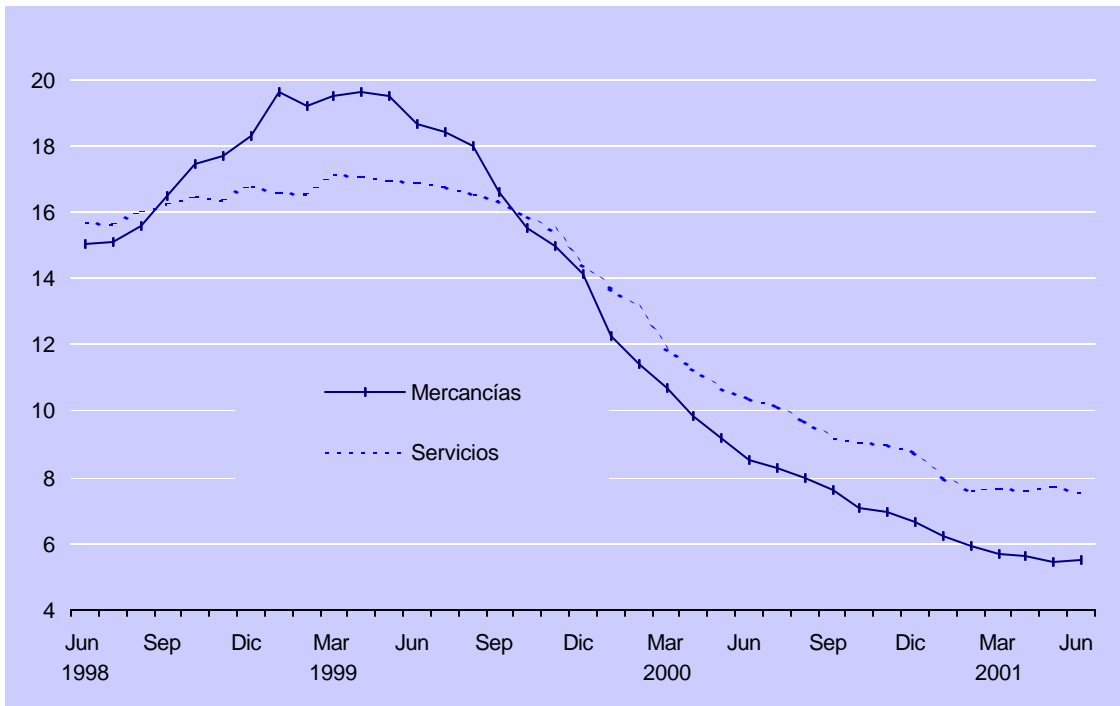
Cuadro 1 Índices de Precios: INPC, Subyacente, Productos Agropecuarios, Servicios Educativos y Administrados y Concertados

Por ciento

	Variaciones Anuales			Variaciones Trimestrales		
	Jun 2001/	Mar 2001/	Jun 2000/	Jun 2001/	Mar 2001/	Jun 2000/
	Jun 2000	Mar 2000	Jun 1999	Mar 2001	Dic 2000	Mar 2000
INPC	6.57	7.17	9.41	0.97	1.12	1.54
Subyacente	6.36	6.46	9.29	1.28	2.20	1.38
Mercancías	5.52	5.66	8.55	1.03	2.01	1.16
Servicios	7.58	7.66	10.39	1.63	2.46	1.70
Agropecuarios	2.35	3.98	3.91	2.96	-6.33	4.60
Educación	14.49	14.63	17.66	0.59	1.35	0.71
Administrados y Concertados	8.87	10.62	12.54	-1.27	2.15	0.32

En el trimestre la inflación subyacente anual de las mercancías experimentó una reducción ligeramente mayor que la de los servicios (Gráfica 2). Este resultado se explica en parte por la apreciación del tipo de cambio, fenómeno que contribuyó a moderar el incremento de los precios de las mercancías. La menor velocidad de descenso de la inflación subyacente de los servicios es atribuible, en lo fundamental, a que los salarios reales registraron incrementos superiores a las ganancias en productividad. Esto último dio lugar a que aumentaran los costos laborales unitarios y ello ejerció una presión alcista sobre los precios de los servicios debido a que se ven influidos, en mayor medida que los de las mercancías, por dichos costos. Así, mientras el incremento anual registrado por el subíndice de precios subyacente de las mercancías pasó de 5.66 por ciento en marzo de 2001 a 5.52 por ciento en junio, la inflación anual del subíndice de precios subyacente de los servicios disminuyó de 7.66 a 7.58 por ciento.

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



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

Las tasas de crecimiento mensual del INPC durante el periodo abril-junio resultaron menores que las pronosticadas por los analistas del sector privado al cierre del trimestre anterior

(Cuadro 2). Cabe mencionar que en mayo y en junio la inflación observada fue casi de la tercera parte de la esperada por dichos analistas.

Cuadro 2 **Inflación Observada y Esperada**

Por ciento

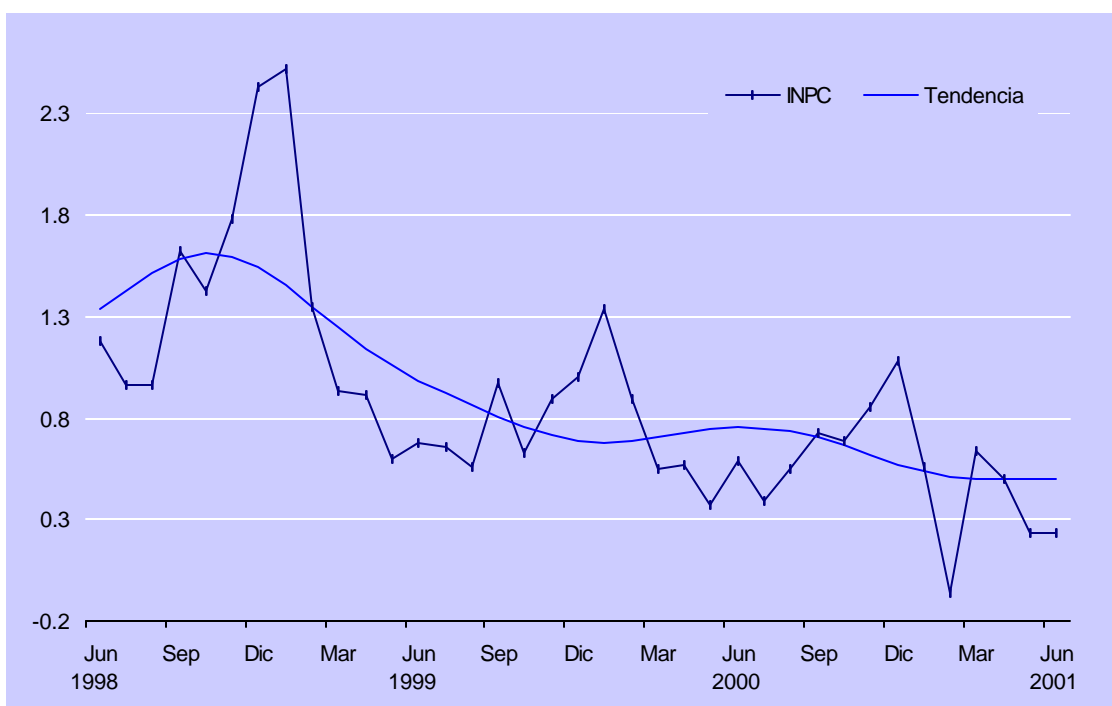
	2001		2000	
	Observada	Esperada 1/	Observada	Esperada 1/
Abril	0.50	0.51	0.57	0.66
Mayo	0.23	0.69	0.37	0.57
Junio	0.24	0.63	0.59	0.56

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

Si bien en abril, mayo y junio del presente año la inflación mensual resultó más baja que la registrada durante los mismos meses de 2000, la serie de tendencia¹ de la inflación mensual se mantuvo prácticamente constante (Gráfica 3).

Gráfica 3 **Indice Nacional de Precios al Consumidor**

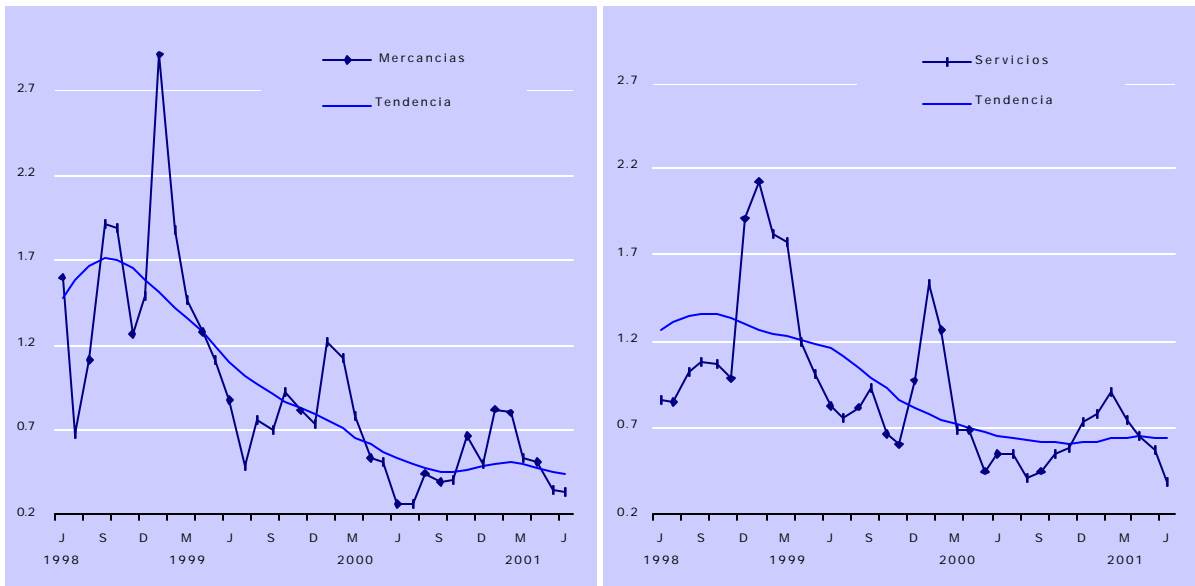
Variación mensual en por ciento



¹ Calculada mediante el procedimiento estadístico denominado X12 ARIMA. Este método suaviza la serie original mediante la utilización de promedios móviles.

Al cierre del trimestre analizado la serie de tendencia de la inflación mensual subyacente de las mercancías presentó una reducción respecto del nivel registrado el trimestre anterior. En contraste, la de la inflación mensual subyacente de los servicios exhibió en el periodo un ligero aumento (Gráfica 4).

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



II.1.3. Índice Nacional de Precios Productor

La inflación anual del INPP sin petróleo y sin servicios mostró una disminución notable en el periodo abril-junio de 2001. Al cierre del trimestre, la tasa de incremento anual de dicho índice se ubicó en 4.46 por ciento, mientras que marzo había terminado en 6.94 por ciento. Este es el descenso más significativo experimentado por ese indicador desde 1999. Entre los factores que contribuyeron a moderar el aumento de este índice destacan la apreciación del tipo de cambio y la reducción estacional de las tarifas eléctricas.

En el lapso analizado el INPP sin petróleo y sin servicios registró una reducción de 0.23 por ciento, debido a que incluye en su medición los precios de las exportaciones. Estos últimos se cotizan normalmente en dólares (o el equivalente en dólares de alguna divisa) y la apreciación del tipo de cambio durante el segundo trimestre del año fue causa de que los precios en pesos disminuyeran 4.92 por ciento. Por otra parte, el componente de

demanda interna del INPP, el cual incluye los precios de los bienes de consumo y de inversión, se incrementó en sólo 0.28 por ciento.

La evidencia estadística indica que las variaciones del subíndice de demanda interna del INPP sin petróleo y sin servicios preceden a las del subíndice subyacente de mercancías del INPC. En consecuencia, puede decirse que el comportamiento reciente de dicho indicador apunta hacia una reducción adicional de la inflación en el mediano plazo.

II.1.4. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación

En el trimestre abril-junio el subíndice de precios de los productos agropecuarios acumuló un incremento de 2.96 por ciento, el cual resultó 1.99 puntos porcentuales mayor que la inflación general en el periodo. Con este resultado se revirtió parcialmente la significativa reducción que habían experimentado en el trimestre precedente los precios que integran este subíndice. Los productos cuyos precios acumularon los mayores incrementos durante el segundo trimestre de 2001 fueron los siguientes: el jitomate (22.05 por ciento), el frijol (17.79 por ciento) y la carne de ave (3.62 por ciento).

II.2. Principales Determinantes de la Inflación

II.2.1. Entorno Externo y Tipo de Cambio

Durante el segundo trimestre de 2001, la evolución de las variables externas que influyen sobre la producción y el empleo en México continuó siendo desfavorable. Aunque el precio de la mezcla mexicana de petróleo aumentó con respecto a su nivel del trimestre anterior, fue significativamente inferior al del año pasado. Asimismo, la economía mundial continuó desacelerándose, al intensificarse los efectos sobre el resto del mundo de un menor crecimiento en los Estados Unidos.

Cuadro 3

Pronósticos del FMI para el Crecimiento Económico en 2001

Por ciento

	Pronósticos en mayo de 2001	Diferencia respecto de los pronósticos en octubre de 2000
Producto Mundial	3.2	-1.0
Economías desarrolladas	1.9	-1.3
Estados Unidos	1.5	-1.7
Japón	0.6	-1.2
Zona del euro	2.4	-1.0
Países en desarrollo	5.0	-0.7
Asia	5.9	-0.7
Medio Oriente y Europa	2.9	-1.2
América Latina y Caribe	3.7	-0.8

FUENTE: FMI, World Economic Outlook, mayo de 2001

Finalmente, la incertidumbre sobre la situación de Argentina afectó la percepción del riesgo país para mercados emergentes. No obstante, los indicadores del riesgo país correspondientes a México experimentaron una mejoría al vislumbrarse un horizonte más optimista acerca de la economía nacional. Lo anterior coadyuvó a un mejor desempeño de las variables financieras del país.

II.2.1.1. Precio del Petróleo

El nivel promedio del precio internacional del petróleo² se ubicó en el segundo trimestre de 2001 en 27.96 dólares por barril, 85 centavos menor que el observado en el trimestre anterior. Si bien durante el trimestre la desaceleración de la economía de los Estados Unidos y el regreso de Irak al mercado ejercieron presión a la baja sobre dicho precio, ésta se vio compensada por algunos otros factores. Entre éstos destacan el incremento estacional de la demanda de crudo y sus derivados –particularmente de gasolina– asociado a la proximidad de la temporada vacacional de verano, la intensificación de las hostilidades en el Medio Oriente y la decisión de los países miembros de la OPEP de ratificar las cuotas de producción acordadas.

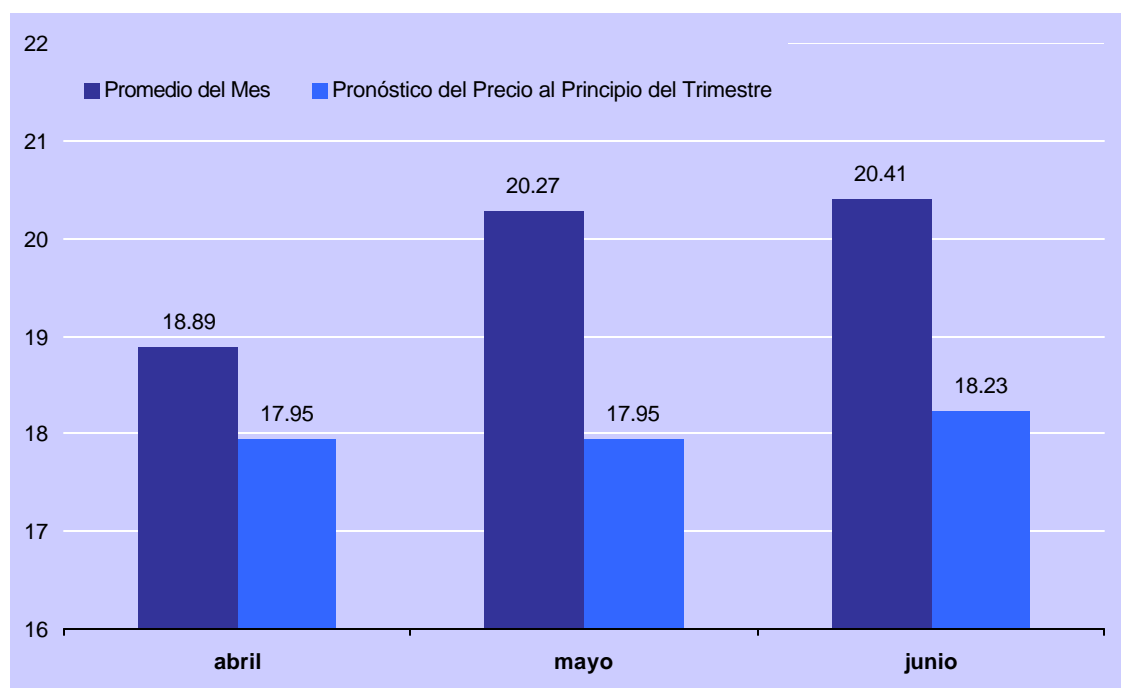
En el segundo trimestre de 2001 el precio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación registró un valor promedio de 19.86 dólares por barril. Cabe subrayar que en cada uno de los meses del periodo dicho precio fue superior al pronóstico implícito en los contratos de futuros negociados al inicio del trimestre (Gráfica 5).

² Se toma como precio internacional de referencia el del West Texas Intermediate (WTI).

Gráfica 5

Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo de Exportación en 2001

Dólares por barril



FUENTE: Pemex para el precio observado. El pronóstico se elabora con base en el precio del futuro del WTI y su diferencia con el de la mezcla mexicana de exportación de octubre de 2000 a marzo de 2001.

Si bien durante el periodo reportado el precio internacional del petróleo tuvo una disminución, el de la mezcla mexicana de exportación aumentó. Este comportamiento se explica porque la mezcla mexicana está compuesta primordialmente por crudos pesados cuyo precio internacional se ha incrementado en los últimos meses. En contraste, el de los crudos ligeros, por factores técnicos y de mercado, ha tendido a decrecer.³ El incremento del precio de la mezcla mexicana en el trimestre representó un factor favorable para las cuentas con el exterior y para las finanzas públicas.

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

La expansión de la economía de los Estados Unidos durante el primer trimestre de 2001 fue de 1.2 por ciento⁴. Este incremento resultó ligeramente superior al de 1 por ciento registrado durante el cuarto trimestre de 2000, por lo que aún

³ Los factores que habían mantenido elevado el precio de los crudos ligeros fueron: la adopción de normas ambientales más estrictas en varios países industriales (las cuales se reflejaron en requerimientos de gasolina de mejor calidad) y la combinación de bajos niveles de inventarios de gasolina con una capacidad limitada de refinación de petróleo crudo en el mercado mundial.

⁴ Crecimiento trimestral anualizado de la serie desestacionalizada.

persiste la incertidumbre acerca de una pronta recuperación de la actividad económica en ese país.

La desaceleración de la economía estadounidense ha estado caracterizada por:

- (a) la contracción de la inversión de las empresas, particularmente en bienes de tecnología, después de haber crecido a tasas muy elevadas en los últimos años; y
- (b) un moderado ajuste a la baja del crecimiento del consumo privado. Lo anterior obedeció a la caída de los principales índices bursátiles, al aumento en las tasas de interés que ocurrió en 1999 y 2000 y a los elevados precios del petróleo prevaecientes en ese periodo.

Lo señalado afectó negativamente a la producción manufacturera y propició una disminución significativa de la actividad industrial.

Durante el segundo trimestre, los indicadores de inversión y de producción industrial en los Estados Unidos continuaron deteriorándose. En contraste, si bien el gasto de consumo creció a una menor tasa que la registrada en años anteriores, su expansión continuó siendo lo suficientemente robusta para evitar una caída del producto. La recuperación observada en el mercado de valores de los Estados Unidos, la persistente fortaleza del mercado de bienes raíces y la disminución de las tasas de interés, favorecieron el gasto en consumo durante el trimestre objeto de este Informe. Los factores anteriores explican el sostenimiento de los niveles de confianza del consumidor ante la disminución tanto de las remuneraciones como del empleo.

Los datos dados a conocer durante el segundo trimestre de 2001 confirmaron que la desaceleración de la actividad industrial en los Estados Unidos ha continuado. Un indicador adelantado de la actividad industrial⁵ en ese país, ha acumulado ya diez observaciones en un nivel inferior a los cincuenta puntos, valor que apunta hacia una contracción del sector manufacturero. De manera análoga, el índice de producción industrial disminuyó durante abril y mayo, completando ocho meses consecutivos con variaciones a la baja. El debilitamiento del sector manufacturero se manifestó en las estadísticas del mercado laboral: la tasa de desempleo continuó incrementándose mientras que las remuneraciones disminuyeron. Las solicitudes de seguro de desempleo han superado ya los niveles característicos de períodos recesivos. Todo lo anterior ha

⁵ El índice de la encuesta de la Asociación Nacional de Gerentes de Compras (NAPM).

incrementado la probabilidad de que se produzca una desaceleración adicional del consumo. Además, los pedidos a las empresas productoras de bienes durables han sufrido reducciones significativas, lo cual sugiere que la demanda de bienes de capital ha continuado deprimida.

Ante la confirmación de una actividad económica cada vez menos vigorosa, la Reserva Federal anunció el pasado 18 de abril una reducción de 50 puntos base en su objetivo para la tasa de fondos federales. Esta decisión se tomó fuera del calendario preestablecido para las reuniones del Comité de Mercado Abierto. La medida fue seguida de una disminución adicional de 50 puntos base el 15 de mayo y de otra de 25 puntos base el 27 de junio. De esta manera, en lo que va del año, dicha tasa de interés se ha reducido en 275 puntos base, situándose en 3.75 por ciento. El último episodio en que el banco central de los Estados Unidos recortó la tasa en más de 200 puntos base fue en 1991, pero a lo largo de diez meses. La velocidad con la que se relajó la política monetaria durante el primer semestre de 2001 es indicativa del sentido de urgencia de la autoridad monetaria de ese país para hacer frente a la desaceleración, en un entorno en el que las presiones inflacionarias se encuentran controladas.

No obstante lo señalado, durante la última semana de junio se tuvieron algunos indicios de una mejoría de la situación en el sector industrial. En efecto, los pedidos de bienes manufacturados registraron un incremento superior al observado en los once meses anteriores. Asimismo, el índice NAPM creció en junio y las solicitudes de seguro de desempleo disminuyeron. Finalmente, el indicador del gasto en consumo correspondiente a mayo aumentó más que en los dos meses precedentes.

En suma, los indicadores recientes sobre la actividad económica en los Estados Unidos no permiten inferir con claridad cuál podría ser el desempeño económico de ese país en lo que resta del año. Al momento de publicar el presente Informe, la opinión de los analistas es que el crecimiento de la economía de los Estados Unidos en el segundo trimestre de 2001 será de 1.14 por ciento y de 1.6 por ciento para el año en su conjunto⁶. Si bien dicho pronóstico supone una cierta recuperación de la producción durante la segunda mitad del año, es muy probable que ésta continúe débil.

⁶ Fuente: Consensus Forecast. El pronóstico para el segundo trimestre corresponde al crecimiento trimestral anualizado de la serie destacionalizada.

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

Durante el trimestre abril-junio de 2001, la actividad económica en el resto del mundo continuó dominada por la influencia de la desaceleración que experimenta la economía de los Estados Unidos. Respecto a la zona del euro, el Fondo Monetario Internacional (FMI) redujo su pronóstico de crecimiento para el presente año a 2.4 por ciento. Por otra parte, el incremento de los precios de los energéticos y de los bienes agrícolas es el factor que explica que la inflación en la Unión Monetaria Europea (UME) se encuentre por encima del objetivo de 2 por ciento del Banco Central Europeo (BCE). Sin embargo, frente a la evidencia de que la desaceleración global ha empezado a afectar a las economías de algunos de los países que integran la UME, en la segunda semana de mayo el BCE decidió reducir en 25 puntos base su tasa de interés de referencia. En el Reino Unido, la expansión económica ha proseguido a pesar de las dificultades que ha enfrentado su sector agropecuario. Sin embargo, durante el segundo trimestre el desempeño del sector manufacturero fue menos favorable, resultado indicativo de la incidencia de la desaceleración económica mundial.

En Japón, la contracción registrada durante el primer trimestre de 2001 dio lugar a una corrección del pronóstico para el crecimiento en el presente año, de 1.8 a 0.6 por ciento. Al deterioro de los indicadores de inversión se ha sumado la caída de las exportaciones causada por la desaceleración de la demanda proveniente de los Estados Unidos y del resto de Asia. Aunque el yen se ha depreciado con respecto al dólar en lo que va del año, dicho estímulo no ha sido lo suficientemente poderoso para rescatar a la economía de la recesión actual. En los mercados emergentes de Asia, la debilidad del sector de tecnología en los Estados Unidos y el bajo crecimiento de la economía japonesa continúan propiciando un desempeño poco satisfactorio del sector industrial. Como resultado de lo anterior, el crecimiento esperado para el año en estos países se ha ajustado a la baja.

Por lo que se refiere a Latinoamérica, la intensificación de la incertidumbre causada por la situación de Argentina se ha sumado a los efectos de la desaceleración de la economía de los Estados Unidos y de la caída del precio de las materias primas. Lo anterior ha incidido negativamente sobre las exportaciones y sobre los flujos de capital hacia algunos países de la región. Así, en mayo el pronóstico para el crecimiento en la zona se revisó a la baja a 3.7 por ciento.

Durante el segundo trimestre en Argentina se instrumentaron medidas encaminadas a mejorar la situación financiera. No obstante ello, los mercados continúan reflejando preocupación por la fragilidad fiscal, así como por las desfavorables perspectivas de crecimiento. El comportamiento del rendimiento neto de los bonos argentinos evidenció el escepticismo de los mercados en cuanto a las medidas propuestas por el gobierno. Así, al anuncio en abril de una propuesta de ley para vincular la paridad cambiaria a una canasta de monedas en la cual el dólar y el euro estén igualmente representados, le siguió una elevación significativa del riesgo país. Sin embargo, parte de este efecto se revirtió una vez que el gobierno concluyó exitosamente un intercambio de deuda pública de corto plazo por títulos a plazo mayor. El riesgo país volvió a aumentar durante junio al formalizarse un paquete de medidas, entre las cuales destaca la decisión de que las transacciones comerciales con el exterior se realicen a una paridad cambiaria especial. Aunque la probabilidad de que el gobierno argentino caiga en suspensión de pagos se ha aminorado, subsiste la incertidumbre acerca de la situación de largo plazo de esa economía. Lo anterior se manifestó tanto en una corrección a la baja del crecimiento esperado para el año, a 0.6 por ciento, como en el elevado nivel del rendimiento neto de los bonos argentinos.

Las perspectivas económicas para Brasil también se deterioraron, como consecuencia de la disminución de los flujos de capital, la caída de las exportaciones, las repercusiones de la situación en Argentina y la crisis energética. El debilitamiento de las cuentas externas brasileñas ha seguido presionando al real, el cual se depreció 8 por ciento durante el trimestre. Dicha depreciación, aunada al incremento de los precios de la energía, provocó un repunte de la inflación esperada para el año, ubicándose ésta ya muy cerca del límite superior de la banda objetivo del banco central. Como respuesta, dicho banco elevó la tasa de interés de referencia en 250 puntos base durante el trimestre. A esto último se han añadido las dificultades causadas por la escasez de energía eléctrica. Los factores señalados han dado lugar a una revisión del pronóstico de crecimiento económico de ese país para el año, de 3.8 por ciento en marzo a 2.8 por ciento en junio.

II.2.1.4. Impacto del Entorno Externo sobre la Economía Nacional

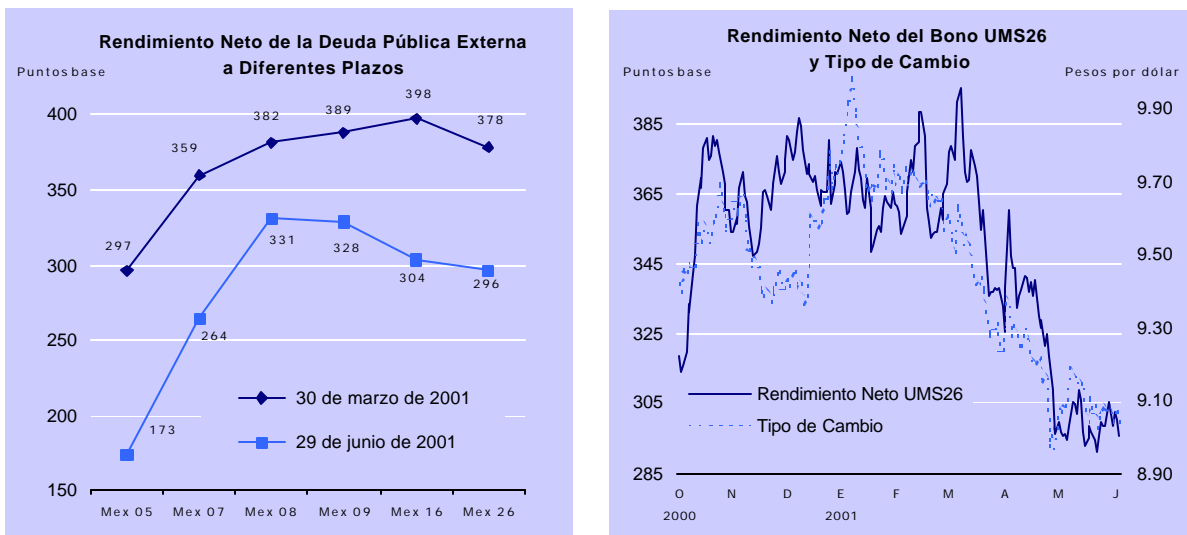
Los dos factores externos que mayormente han influido sobre la evolución de la actividad económica y de los mercados financieros nacionales durante los primeros seis meses del año han sido:

- (a) la desaceleración de la economía de los Estados Unidos que ha afectado negativamente al crecimiento del PIB de México; y
- (b) la mejoría significativa de la percepción sobre el riesgo país que ha inducido una cuantiosa oferta de capitales del exterior.

La disminución de la demanda proveniente de los Estados Unidos ha venido acompañada de un ritmo más lento de expansión de la demanda interna en relación con el de la producción. Por ello, el déficit de la balanza comercial se ha ampliado menos que lo anticipado, lo cual ha tenido como consecuencia un menor incremento en los requerimientos de recursos externos.

Por otra parte, las entradas de capital propiciaron que durante el segundo trimestre de 2001 el rendimiento neto de los bonos mexicanos disminuyera considerablemente. La mejoría de la percepción del riesgo país y una mayor oferta neta de recursos externos indujeron la baja de las tasas de interés internas y la apreciación del tipo de cambio (Gráfica 6). A mediados de mayo, estas tendencias se intensificaron por el anuncio de la compra de Banacci por Citigroup. En el trimestre abril-junio de 2001 el tipo de cambio nominal registró un valor promedio de 9.18 pesos por dólar, lo cual implicó una apreciación de 5.23 por ciento con respecto al promedio del trimestre anterior. Los fenómenos descritos coadyuvaron al descenso de la inflación durante la primera mitad del año.

Gráfica 6 Indicadores del Riesgo País y Tipo de Cambio

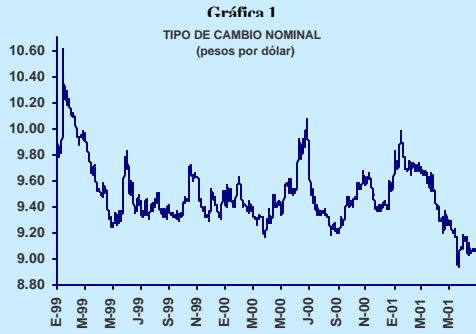


FUENTE: Bloomberg y Banco de México.

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 con vencimiento similar.

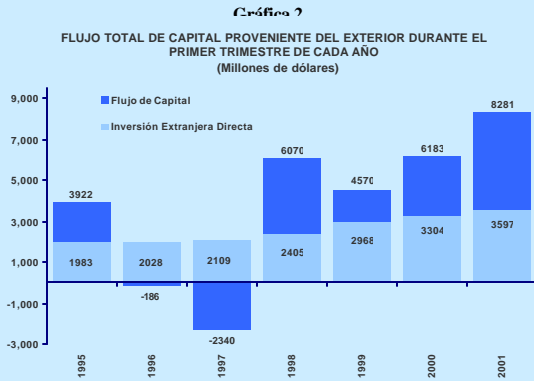
Factores que han Contribuido a la Apreciación del Tipo de Cambio durante 2001

En los primeros seis meses de 2001, el nivel promedio del tipo de cambio nominal fue de 9.44 pesos por dólar, prácticamente igual al de 9.46 pesos por dólar correspondiente al año 2000. Con excepción de lo ocurrido en enero, en cada uno de los meses del presente año el tipo de cambio se ha ubicado en un nivel inferior al pronóstico respectivo de los especialistas del sector privado. En el primer semestre de 2001 la apreciación nominal resultó cercana a 7 por ciento (Gráfica 1).



La combinación de una mayor oferta de recursos externos con una menor demanda de los mismos ha redundado en la apreciación del tipo de cambio.

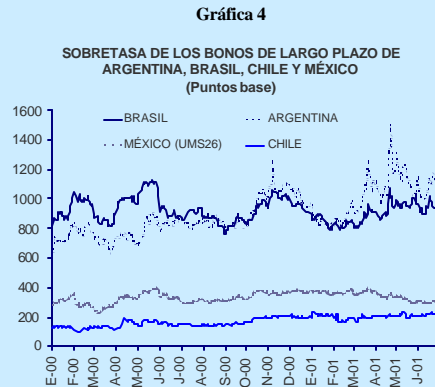
En primer lugar, en el periodo enero-marzo tuvo lugar una importante afluencia de capitales provenientes del exterior. En el primer trimestre de 2001 el flujo de inversión extranjera directa (IED) excedió al correspondiente a igual período de años anteriores. La IED cubrió en ese lapso el 82 por ciento del déficit de la cuenta corriente, y fue complementada por otras entradas de capital de largo plazo. Además, en el periodo también tuvieron lugar otras entradas, tanto de inversión extranjera de cartera como de reducción de las tenencias de activos financieros en el exterior por parte de mexicanos. La suma de estos rubros derivó en un flujo de capitales mayor que los observados en los mismos períodos de años anteriores (Gráfica 2).



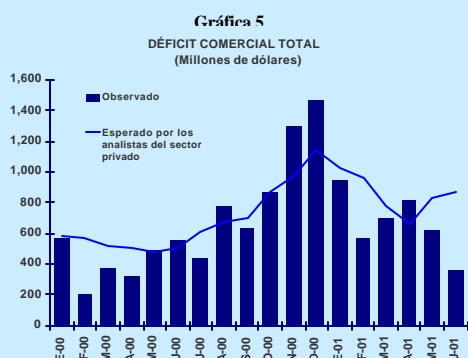
El incremento del flujo de inversión extranjera se ha fincado en la presencia de perspectivas favorables respecto a la evolución de la economía en el mediano plazo. Así, aunque el pronóstico de crecimiento de la economía mexicana para el presente año ha sido revisado a la baja, la expansión estimada para el cierre de 2002 ha permanecido prácticamente constante durante los pasados ocho meses (Gráfica 3).



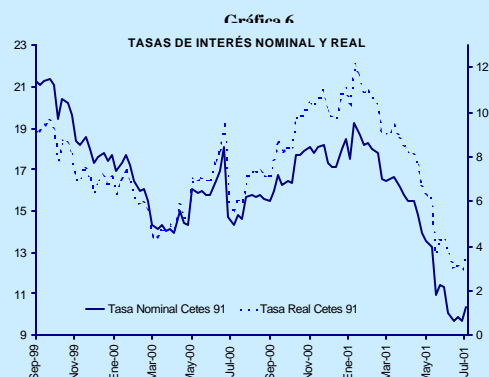
Ante las perturbaciones adversas provenientes del exterior que se han resentido a raíz de la desaceleración de la economía de los Estados Unidos y de la agudización de la incertidumbre por la situación en Argentina, la expectativa de un desempeño favorable de la economía mexicana en el mediano plazo ha contribuido a la diferenciación del país con respecto al resto de las economías emergentes. Durante el primer semestre disminuyó la sobretasa de los bonos de largo plazo colocados por el gobierno de México en el mercado internacional, a la vez que aumentó para los títulos similares de otras economías emergentes (Gráfica 4).



En segundo lugar, el déficit de la cuenta corriente en el primer semestre sin duda resultará inferior al que se esperaba a principios de año. Por ello, los analistas del sector privado ajustaron a la baja su estimación de dicho déficit para el cierre del año, de 22,037 millones de dólares en diciembre de 2000 a 20,866 millones en junio de 2001. Esta corrección se justifica porque el efecto desfavorable que la desaceleración de la economía de los Estados Unidos ha tenido sobre la cuenta comercial de México ha sido menor que el anticipado. Excluyendo el resultado de abril, el déficit comercial resultó menos amplio que el pronosticado para cada uno de los meses del periodo. Lo anterior significó que el déficit comercial acumulado durante enero-junio del año fuese considerablemente inferior al estimado (Gráfica 5).



Algunos observadores han mencionado que la apreciación del tipo de cambio es atribuible a que se ha venido aplicando una política monetaria restrictiva. Sin embargo, a partir de finales de enero las tasas de interés nominales y reales se han reducido en aproximadamente 800 puntos base al tiempo que se ha apreciado el tipo de cambio (Gráfica 6).



En un entorno en el cual las tasas de interés internas y externas han disminuido considerablemente y se han logrado avances notables en materia de reducción de la inflación, las perspectivas de mediano plazo para la economía mexicana son favorables. Lo anterior ha coadyuvado a que la percepción del riesgo país no se haya deteriorado significativamente ante los acontecimientos en Argentina.

II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo

En esta sección se presenta la evolución de las remuneraciones, los salarios y el empleo en el trimestre objeto de esta publicación. Como se ha señalado reiteradamente en los Informes sobre la Inflación, dichas variables inciden de manera importante sobre el comportamiento de los precios.

II.2.2.1. Remuneraciones

Los datos disponibles para abril de 2001, muestran que las remuneraciones nominales por trabajador aumentaron a tasas anuales entre 4.5 y 15.1 por ciento. En dicho mes, las remuneraciones en las industrias manufacturera y maquiladora

registraron incrementos reales significativos, de 3.2 y 7.5 por ciento respectivamente. Sin embargo, en el sector comercio las remuneraciones reales disminuyeron (Cuadro 4).

Debido principalmente a la estrecha correlación que existe entre la productividad y el ciclo económico, en la mayoría de los sectores el producto por trabajador ha mostrado reducciones considerables. Esto se debe a que durante la fase de desaceleración económica, la contracción de la producción resulta generalmente mayor que la reducción que experimenta el número de empleados (al no ajustarse inmediatamente, ni en la misma proporción, la planta laboral). En consecuencia, lo anterior se traduce en una menor productividad. Dicho fenómeno está ocurriendo actualmente en diversos sectores de la actividad económica de México. Por ejemplo, datos recientes de la industria manufacturera indican que la disminución de la tasa de crecimiento de la producción ha sido mayor que la sufrida por el empleo. Por ello, la caída que ha experimentado la productividad en esa industria ha sido considerable (Gráfica 7).

Cuadro 4 Remuneraciones por Trabajador
Variación anual en por ciento

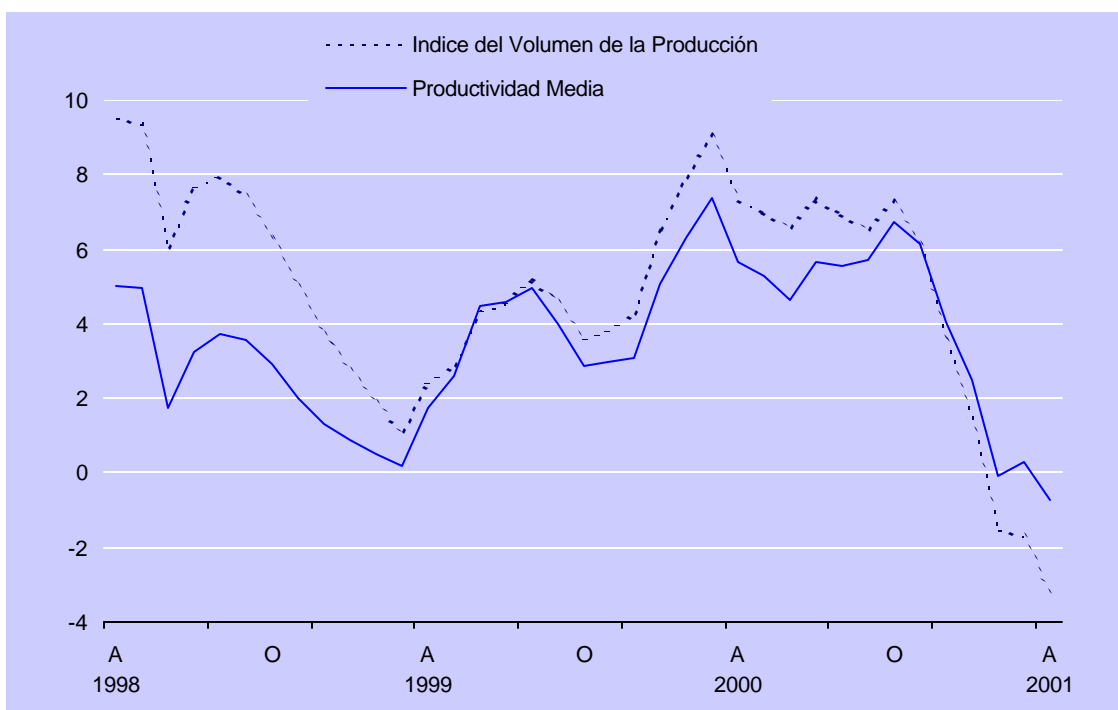
	Nominal							Real						
	2000			2001				2000			2001			
	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr
Industria Manufacturera	14.7	15.8	14.6	15.8	12.2	12.3	10.5	5.3	6.4	5.1	7.1	4.8	4.8	3.2
Industria Maquiladora	17.1	19.8	15.2	14.4	13.0	13.5	15.1	7.5	10.0	5.8	5.8	5.5	5.9	7.5
Industria de la Construcción	10.5	11.3	19.3	15.3	21.0	n.d.	n.d.	1.5	2.2	9.5	6.7	13.0	n.d.	n.d.
Sector Comercio	15.9	18.9	16.1	8.8	6.4	5.9	4.5	6.5	9.2	6.5	0.7	-0.7	-1.2	-2.5

FUENTE: Elaborado con información del INEGI.

Gráfica 7

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.

El incremento de los salarios reales por encima del aumento de la productividad se ha traducido en un aumento de los costos unitarios de la mano de obra. Así, en el último trimestre de 2000 y en los primeros cuatro meses de 2001, la tasa de incremento de dichos costos se mantuvo en niveles elevados en la mayoría de los sectores de la producción. En cuanto a la industria maquiladora, en el periodo enero-abril del presente año el crecimiento promedio de los costos unitarios resultó de 8.3 por ciento (Cuadro 5).

Cuadro 5

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							
	2000			2001					2000			2001				
	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr		
Industria Manufacturera	7.8	5.3	-1.1	3.2	-2.4	0.1	0.2	-2.3	1.0	6.3	3.7	7.4	4.7	3.0		
Industria Maquiladora	1.7	2.6	3.4	-1.3	-4.5	1.9	-3.6	5.8	7.2	2.3	7.2	10.4	3.9	11.5		
Industria de la Construcción	-7.7	-5.2	-12.5	-3.8	-1.9	n.d.	n.d.	9.9	7.9	25.1	10.9	15.2	n.d.	n.d.		
Sector Comercio	4.1	0.1	-4.2	1.2	-8.1	-5.2	-5.2	2.3	9.1	11.2	-0.5	8.1	4.2	2.9		

FUENTE: Elaborado con información del INEGI.

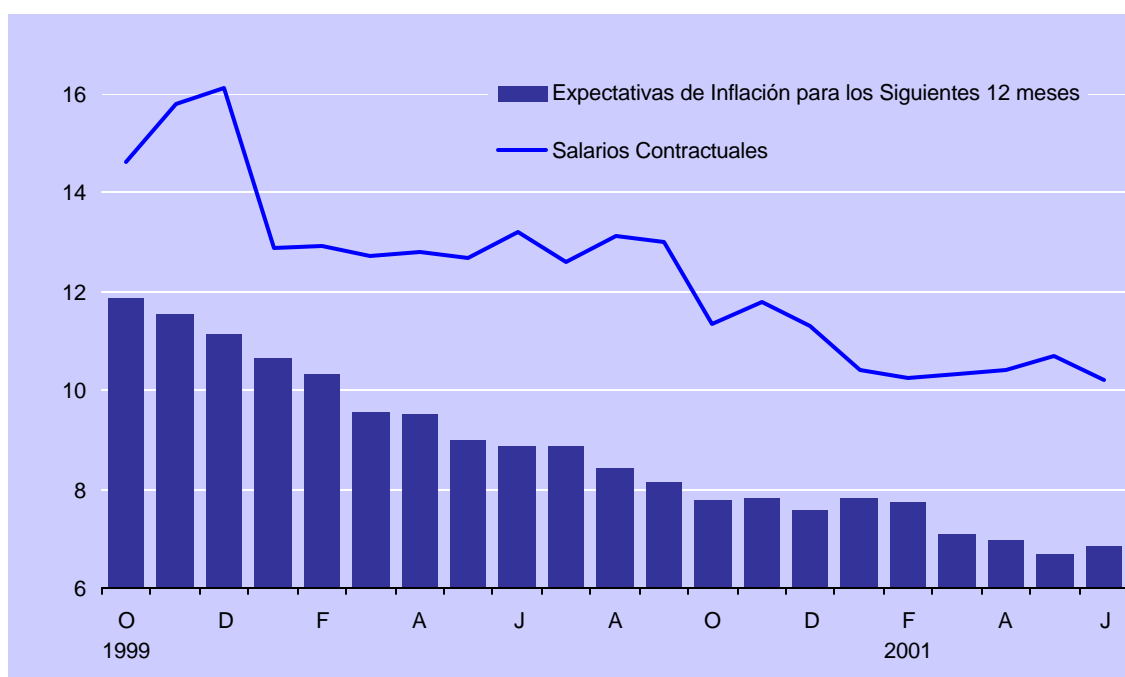
En suma, un incremento significativo de los costos unitarios de la mano de obra, en un entorno de desaceleración económica, tiende a agravar la contracción del empleo. Asimismo, el incremento de los salarios reales por encima de los aumentos de la productividad constituye no sólo un factor de pérdida de competitividad sino también una presión inflacionaria importante.

II.2.2.2. Salarios Contractuales

A partir de febrero de 2001 el crecimiento nominal de los salarios contractuales ha permanecido prácticamente constante. Ante la mejoría de las expectativas de inflación del sector privado, la brecha entre estas dos variables sigue siendo amplia (Gráfica 8).

Gráfica 8 Salarios Contractuales e Inflación Esperada para los Sigüentes 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.

La evolución descrita se ha manifestado tanto en el sector manufacturero como en otros sectores de actividad. De febrero a junio de 2001 el incremento de los salarios contractuales en las manufacturas sólo descendió de 10.7 a 10.1 por ciento. Por su parte, en el conjunto del resto de los sectores dicha variable aumentó, de 9.8 por ciento a 10.2 por ciento (Cuadro 6).

Cuadro 6

Salarios Contractuales por Sectores

Variación anual en por ciento

	2000			2001					
	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun
Manufacturas	12.7	13.3	10.8	11.1	10.7	10.8	10.9	10.8	10.1
Otros Sectores	11.2	11.4	12.9	10.0	9.8	9.9	10.3	10.5	10.2

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

La rigidez a la baja que ha exhibido el crecimiento nominal de los salarios contractuales durante 2001 merece una atención cuidadosa. Ello, toda vez que dicho factor constituye un obstáculo para la preservación del empleo, la generación de nuevos puestos de trabajo y la consolidación del proceso desinflacionario.

Los efectos negativos que ejercen sobre la planta laboral los aumentos del salario real superiores a los incrementos factibles de la productividad en el mediano plazo han concurrido con otros dos factores que han incidido desfavorablemente sobre la creación de empleos: la desaceleración de la economía de los Estados Unidos y el debilitamiento de la inversión en México. Debido a que en un contexto de actividad económica menos vigorosa es más difícil que los productores trasladen el aumento de sus costos a precios, el ajuste ante costos de producción más elevados tendería a darse a través de una reducción del empleo y de una compresión de las utilidades de las empresas.

II.2.2.3. Empleo

Durante el primer semestre de 2001 se observó un deterioro generalizado de las condiciones prevalecientes en el mercado laboral de México. Ello es atribuible a la desaceleración tanto de la economía estadounidense como de la mexicana. Este entorno económico claramente menos favorable que el del pasado reciente ha tenido repercusiones negativas sobre los principales indicadores de empleo y desempleo.

En el segundo trimestre de 2001, el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) bajó en casi 105 mil personas con relación a su nivel de marzo de 2001 (Gráfica 9a). Así, de noviembre de 2000 a junio de 2001 el empleo experimentó una caída de 3.4 por ciento, la más pronunciada de los últimos cinco años.

Evolución Reciente del Empleo y del Desempleo en México

La desaceleración que ha experimentado recientemente la economía mexicana ha traído consigo la gestación de un panorama menos favorable para el mercado laboral. De noviembre de 2000 a junio de 2001, el empleo formal (medido por el número de trabajadores asegurados permanentes y eventuales del IMSS) se redujo en 430 mil puestos de trabajo¹. Lo anterior representa una pérdida de 3.4 por ciento del total de esos empleos. En la mayoría de los sectores de la actividad económica la disminución del empleo formal ha sido significativa (Cuadro 1). En particular, a mayo de 2001 el deterioro de la ocupación en las industrias manufacturera y de la construcción explica el 92 por ciento de la disminución total. En el caso de la industria manufacturera, la contracción del empleo se ha concentrado principalmente en las ramas de productos metálicos y maquinaria, así como en la de textiles y prendas de vestir. Estas últimas actividades son marcadamente exportadoras, lo que refleja el importante efecto recesivo sobre el empleo en México causado por la menor demanda proveniente de los Estados Unidos.

Cuadro 1
EVOLUCIÓN SECTORIAL DEL EMPLEO
(Asegurados Permanentes y Eventuales en el IMSS)

Sectores	Variación del Empleo Nov 00-May 01	
	Absoluta*	Porcentual
	Total	-394.3
Agricultura, Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca	63.7	10.88
Industrias Extractivas	-5.3	-7.49
Industria de la Transformación	-271.8	-6.01
Construcción	-89.5	-9.20
Industria Eléctrica, Captación y Suministro de Agua Potable	1.1	0.74
Comercio	-33.8	-1.14
Transporte y Comunicaciones	-5.1	-0.78
Servicios Financieros e Inmuebles	-5.3	-2.06
Servicios Sociales y Comunes	3.0	0.11
Otros Grupos	-49.4	-4.98

*Miles

En el primer semestre del año la tasa general de desempleo abierto mostró un incremento importante, de 0.38 puntos porcentuales. No obstante lo anterior, pudiera haberse esperado un aumento aún mayor de dicha tasa, a la luz de la significativa reducción que ha presentado el número de trabajadores asegurados en el IMSS. Al respecto, cabe comentar que la información de la Encuesta Nacional de Empleo Urbano, con base en la cual se calcula la tasa de desempleo abierto, incluye a los trabajadores ocupados en el sector informal. Entonces, en el primer semestre del año pudo haberse incrementado el empleo en el referido sector. Ello, considerando que en ese periodo se elevó la participación de la población ocupada en las actividades de comercio y servicios, en empleos sin prestaciones y en establecimientos que tienen entre uno y cinco trabajadores.

Asimismo, indicadores alternativos de la situación de desempleo confirman el deterioro que se percibe en las condiciones del mercado laboral. La Tasa de Ingresos Inferiores al Mínimo y Desocupación (TIID)² registró un repunte notable al inicio de 2001. Por su parte, la Tasa de Presión General (TPRG)³ y la Tasa de Ocupación Parcial por Razones de Mercado y Desocupación (TOPRMD)⁴ mostraron fuertes incrementos en los primeros meses del año. Este comportamiento es avalado con las series desestacionalizadas de dichos indicadores⁵ (Gráfica 1).

¹ El IMSS también contabiliza a los asegurados eventuales rurales, aunque publica éste dato con un rezago. En el cuadro 1 se presentan las cifras a mayo del empleo formal que incluyen a los asegurados eventuales urbanos y rurales, así como a los permanentes.

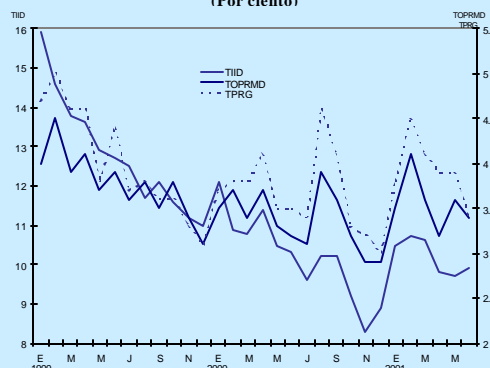
² Mide el porcentaje que representa la población desocupada y la ocupada que tiene ingresos inferiores al salario mínimo, respecto de la población económicamente activa.

³ Registra el porcentaje que representa la población desocupada y los ocupados que buscan trabajo con el propósito de cambiarse o tener un empleo adicional, respecto de la población económicamente activa.

⁴ Es el porcentaje que representa la población desocupada y la ocupada que labora menos de 35 horas a la semana por razones de mercado, respecto de la población económicamente activa.

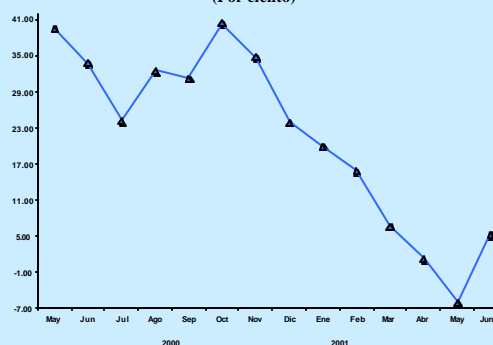
⁵ Por otro lado, en términos regionales, de noviembre de 2000 a mayo de 2001, la reducción absoluta del empleo se concentró en los estados del norte del país, el Distrito

Gráfica 1
TASAS DE DESEMPEÑO ALTERNATIVAS
(Por ciento)



Finalmente, de acuerdo con la Encuesta de Coyuntura que realiza periódicamente el Banco de México, existe evidencia de una mayor holgura en el mercado laboral. En particular, la competencia que enfrentan las empresas para la contratación de personal calificado se ha reducido tanto en el área de producción como en las de administración y ventas. A partir de octubre del año pasado, la proporción de las empresas encuestadas que indicó experimentar mayor competencia en la contratación de personal calificado, menos el porcentaje de las que manifestaron enfrentar menor competencia, se ha reducido (Gráfica 2).

Gráfica 2
COMPETENCIA ENTRE LAS EMPRESAS PARA LA
CONTRATACIÓN DE PERSONAL CALIFICADO
(Por ciento)

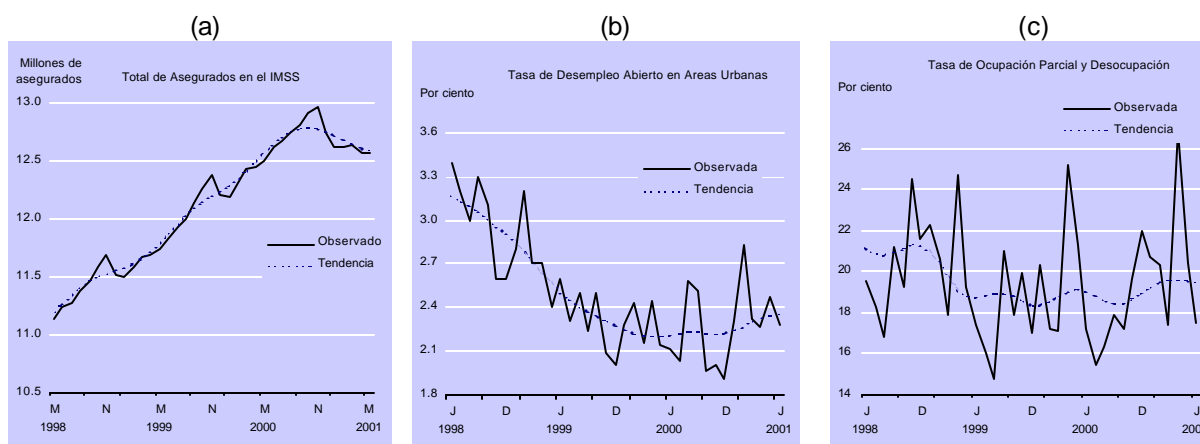


De profundizarse la desaceleración de la actividad económica, el crecimiento del empleo se vería afectado muy desfavorablemente. El desempleo podría agudizarse no sólo por el efecto de la desaceleración sino también porque no se moderasen los incrementos nominales de los salarios contractuales. Estos últimos han venido siendo muy superiores a la suma de la inflación esperada y de las ganancias sostenibles en la productividad. Por tanto, con el propósito de aminorar los efectos nocivos que causa sobre el empleo el debilitamiento de la actividad económica nacional inducido por la desaceleración en los Estados Unidos, es necesario que en los próximos meses se observe una inflexión a la baja en los aumentos que resulten de las revisiones salariales.

Federal, el Estado de México y Jalisco. Las disminuciones más significativas en el empleo se observaron en la mayoría de los estados del norte del país y en Durango.

En junio la tasa de desempleo abierto se ubicó en 2.28 por ciento, nivel muy semejante al de marzo de 2.33 por ciento. Sin embargo, los datos de tendencia de dicha variable muestran un aumento continuo en lo que va del presente año (Gráfica 9b). En cuanto a la tasa de ocupación parcial y desocupación, desde septiembre de 2000 su serie de tendencia también experimentó un repunte significativo (Gráfica 9c).

Gráfica 9 Indicadores de Empleo y Desempleo
Series de Tendencia



FUENTE: IMSS e INEGI.

II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

En el primer semestre de 2001 se agudizó la desaceleración económica que se inició en el último trimestre de 2000. Dicho fenómeno ha estado caracterizado por una reducción notable del crecimiento de los siguientes tres agregados: las exportaciones, las importaciones y la inversión del sector privado. Por otra parte, aunque la tasa anual de incremento del consumo privado disminuyó en el primer trimestre del año, ésta se mantuvo en niveles elevados. Sin embargo, para el segundo trimestre se estima que haya experimentado una desaceleración importante.

El ajuste a la baja del crecimiento económico en los Estados Unidos se ha transmitido con celeridad a México. Si bien la economía de ese país no está oficialmente atravesando por una recesión, su sector manufacturero se ha contraído durante los últimos nueve meses. Debido a la estrecha integración del sector manufacturero mexicano con el de los Estados Unidos, éste ha sido el principal canal de transmisión de la desaceleración. Ello ha afectado desfavorablemente a las exportaciones, a la producción

industrial y al empleo en México. Estas influencias incidieron, a su vez, sobre la evolución del gasto privado.

La tasa de expansión anual del producto en México disminuyó de 5.1 por ciento en el cuarto trimestre de 2000 a 1.9 por ciento en el primero de 2001. Esta reducción es la más pronunciada de los últimos cinco años y es consecuencia de que la tasa de crecimiento de todos los componentes de la demanda agregada, con excepción de la inversión pública, ha sido también menor. Debido al elevado contenido importado de los principales componentes de la demanda agregada, el incremento de las importaciones de bienes intermedios y de capital se ha aminorado de manera considerable. Ello mitigó tanto la desaceleración del crecimiento del producto como la ampliación del déficit comercial.

La inversión privada reaccionó muy rápidamente a la debilidad de la actividad económica. Esto confirma que el aludido componente de la demanda agregada es el más sensible a los cambios en el producto. Por otra parte, si bien la tasa de crecimiento del consumo privado se ha ajustado a la baja, esta corrección ha resultado más leve que la que se hubiese anticipado a la luz de la disminución del crecimiento económico y del empleo. Dos factores coadyuvaron a impedir una desaceleración más rápida del consumo en el primer trimestre. El primero provino de la mejoría de los salarios reales como resultado de que la inflación hubiese resultado menor que la prevista. El segundo obedeció al aumento del crédito al consumo⁷. Respecto al comportamiento del gasto público, cabe destacar la elevación que ha experimentado la tasa de crecimiento de las erogaciones para inversión. En contraste, el gasto público en consumo presentó una reducción, la cual es reflejo, en parte, de la caída de este rubro que usualmente ocurre durante los primeros meses de una nueva Administración.

⁷ Evidencia sobre este fenómeno se presenta en la sección III.2.3.

Cuadro 7

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.
Oferta Agregada	11.7	11.2	11.4	8.0	10.5	3.0
PIB	7.7	7.6	7.3	5.1	6.9	1.9
Importaciones B. y S.	24.9	22.3	23.2	16.1	21.4	6.3
Demanda Agregada	11.7	11.2	11.4	8.0	10.5	3.0
Consumo Total	8.9	9.4	10.0	6.6	8.7	5.3
Privado	9.6	10.2	10.5	7.6	9.5	6.5
Público	3.9	4.6	6.1	0.6	3.5	-3.0
Inversión Total	10.9	10.5	11.1	7.6	10.0	0.4
Privada	12.8	8.9	10.8	8.2	10.2	-0.7
Pública	-4.5	26.0	13.1	5.3	8.6	11.3
Exportaciones B. y S.	17.3	15.8	16.9	14.1	16.0	4.7

Fuente: INEGI

Como consecuencia de todo lo anterior, en el primer trimestre del año el gasto interno aumentó a una tasa anual de 2.5 por ciento, superior a la del producto. Una conclusión importante es que si bien la desaceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones fue considerable, éstas últimas continuaron creciendo a tasas anuales más elevadas que las primeras. Por tanto, en el primer trimestre de 2001 el déficit comercial se amplió en comparación con el registrado en el mismo periodo de 2000.

Para evaluar las alteraciones recientes en la tendencia de una variable, el crecimiento trimestral de sus cifras desestacionalizadas es un indicador más pertinente. Del análisis de estos datos se desprende que durante el primer trimestre de 2001, el consumo privado y el público registraron incrementos trimestrales de 1.4 y 0.8 por ciento, respectivamente. En contraste, la inversión resintió una contracción de 1.6 por ciento con respecto a su nivel del trimestre previo. Este último resultado se derivó de la combinación de una reducción de 2.7 por ciento de la inversión privada y de un aumento de 5.6 por ciento de la inversión pública. Como reflejo de la evolución de ambos componentes, la demanda interna creció a una tasa trimestral de 0.9 por ciento. Por su parte el PIB desestacionalizado se redujo 0.4 por ciento con respecto al observado en el cuarto trimestre de 2000. Así, los datos desestacionalizados confirman la drástica pérdida de impulso sufrida por el crecimiento económico y la inversión privada y el vigor que aún exhibe el consumo privado.

La información disponible en cuanto a la evolución de la demanda agregada en el segundo trimestre indican lo siguiente:

- (a) La tasa de expansión del consumo se ha moderado. En el trimestre abril-junio las ventas a tiendas totales de los socios de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD) aumentaron a una tasa anual promedio de 8.2 por ciento, 0.3 puntos porcentuales menor que la registrada en el primer trimestre. Por otra parte, la información del INEGI relativa a establecimientos comerciales señala que el incremento anual, en términos reales, de las ventas al menudeo, se redujo de 9.5 por ciento en enero a 3.5 por ciento en mayo, mientras que las ventas al mayoreo siguieron contrayéndose. En contraste con lo anterior, el ritmo de crecimiento de las importaciones de bienes de consumo no se moderó en abril y mayo, pero lo hizo significativamente en junio. Así, en el segundo trimestre la tasa de incremento anual de dicho rubro resultó de 21.6 por ciento, inferior a la de 29.1 por ciento del periodo enero-marzo. La expansión hasta mayo de las importaciones de bienes de consumo se explica en gran medida por las adquisiciones de gasolina, ocasionadas por una menor oferta nacional del energético en razón de trabajos de mantenimiento en algunas refinerías del país, mismos que terminaron casi totalmente en junio. Si del total de las importaciones de bienes de consumo se excluyen las de gasolina, el incremento anual de las adquisiciones de este tipo de bienes pasó de 27 por ciento en el primer trimestre a 13.1 por ciento en el segundo;
- (b) La inversión del sector privado continuó mostrando signos de debilidad. En abril, la inversión fija bruta registró una variación anual de -1.6 por ciento. Asimismo, el incremento de las importaciones de bienes de capital disminuyó de 7.5 por ciento en el trimestre enero-marzo a -0.8 por ciento en el periodo abril-junio; y
- (c) El más lento crecimiento de la economía de los Estados Unidos explica que el aumento anual de las exportaciones no petroleras de México en el segundo trimestre del año haya sido de 0.8 por ciento, significativamente menor que el registrado durante el primero. En su serie desestacionalizada el resultado anterior implicó una reducción trimestral de 0.9 por ciento.

Con base en la información precedente, el Banco de México estima que en el segundo trimestre el consumo privado haya crecido a una tasa anual inferior a 4 por ciento y que la inversión total haya disminuido cerca de 4 por ciento. Lo señalado

resultaría congruente con una expansión de la demanda agregada de alrededor de 0.4 por ciento. Por otra parte, es importante señalar que un crecimiento del consumo superior al del producto implica una disminución de la tasa de ahorro interno.

Los datos disponibles al momento de publicar este documento respecto de los componentes de la oferta agregada indican lo siguiente:

- (a) el Índice Global de la Actividad Económica (IGAE) creció en abril a una tasa real anual de 1.2 por ciento. Dicha tasa resultó ligeramente inferior a la observada en el primer trimestre del año e implicó un aumento mensual del dato desestacionalizado de 0.06 por ciento;
- (b) la producción industrial presentó en el periodo abril-mayo una contracción de 3.3 por ciento a tasa anual; y
- (c) el incremento anual de las importaciones de mercancías se redujo del primero al segundo trimestre del año de 6.7 a 0.1 por ciento. Las importaciones que resintieron una contracción anual fueron las de bienes intermedios (de 4.0 a -2.3 por ciento) y las de bienes de capital (de 7.5 a -0.8 por ciento).

Tomando en consideración la información anterior, el Banco de México estima que en el segundo trimestre de 2001 el crecimiento anual del PIB podría haber sido inferior a 1 por ciento y muy probablemente se encontrará por debajo de 2 por ciento para el año en su conjunto.

Es evidente que la desaceleración experimentada por la economía mexicana se explica fundamentalmente por el debilitamiento del crecimiento económico en los Estados Unidos. La sincronización que se advierte entre el comportamiento de los indicadores del sector manufacturero de los Estados Unidos y de México es prueba patente de ello. La situación por la que atraviesa la economía de los Estados Unidos se ha transmitido a la de México a través de una importante caída en la demanda de exportaciones. Ello ha incidido negativamente sobre el empleo y la producción en el sector industrial, particularmente en el ramo de las manufacturas. Lo que resultó un tanto más sorprendente fue la rápida y pronunciada reducción que experimentó el crecimiento de la demanda agregada, principalmente de la inversión privada, en respuesta a la desaceleración del PIB.

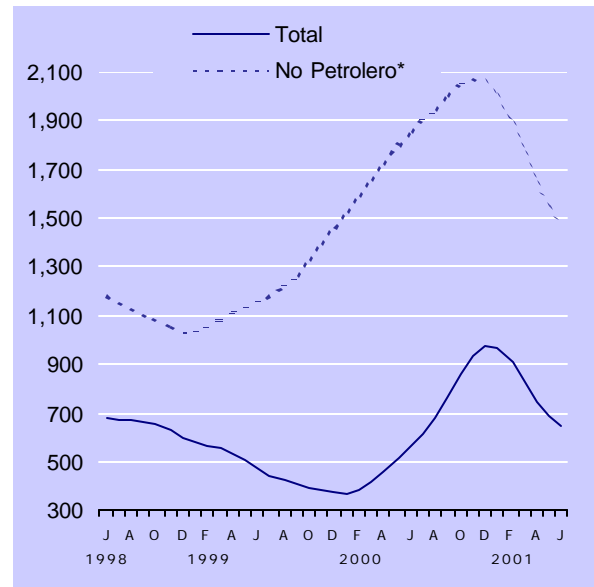
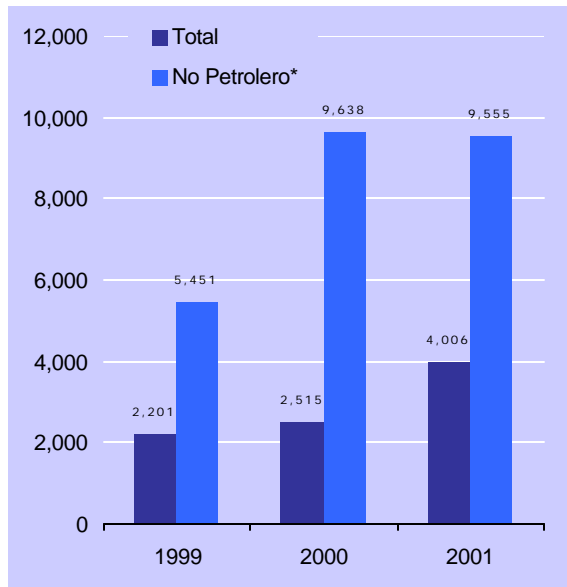
Gráfica 11

Déficit de la Balanza Comercial, Total y no Petrolero

Millones de dólares

Enero - Junio

Tendencia Mensual



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

Otro factor que coadyuvó a que no se presentaran las presiones cambiarias que se temieron al principio del año, asociadas a la desaceleración de la economía de los Estados Unidos, fue la abundante oferta de capitales del exterior que prevaleció en el primer trimestre. En dicho periodo la inversión extranjera directa resultó de 3,597 millones de dólares, el nivel más alto registrado por ese agregado en un primer trimestre desde 1980 y el cual cubrió 82 por ciento del déficit de la cuenta corriente. Por otra parte, en el mismo periodo la inversión de cartera fue de 1,182 millones de dólares y el endeudamiento externo público y privado fue respectivamente 412 y 3,090 millones de dólares. Se estima que en el segundo trimestre la inversión de cartera haya sido del orden de 1400 millones de dólares y que el flujo de inversión extranjera directa haya resultado similar al del primer trimestre.

II.2.4. Precios Administrados y Concertados

En abril, mayo y junio la variación mensual del subíndice de precios de los bienes administrados y concertados⁸ fue de -0.48,

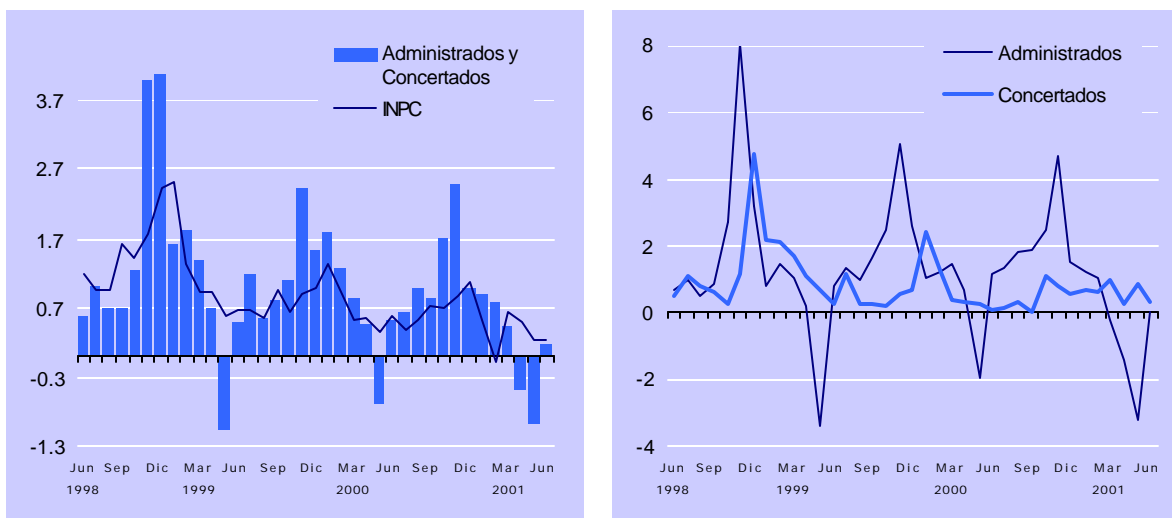
⁸ La canasta del subíndice de los precios administrados se compone de los siguientes productos: gasolina, gas doméstico y electricidad. Los productos con precios concertados son: telefonía de larga distancia internacional, taxi, autobús urbano, metro o transporte eléctrico, autobús foráneo, transporte colectivo, estacionamientos, tenencia de automóvil, servicio de telefonía local, cuotas de autopistas, larga distancia nacional, línea telefónica, aceites y lubricantes y cuotas y licencias.

-0.98 y 0.18 por ciento, respectivamente. En esos mismos meses el crecimiento del INPC resultó de 0.50, 0.23 y 0.24 por ciento (Gráfica 12).

Gráfica 12

Índice de Precios de Bienes Administrados y Concertados e INPC

Variación mensual en por ciento



El favorable comportamiento de este subíndice en el trimestre analizado se explica fundamentalmente por la evolución de los precios administrados, los cuales registraron variaciones mensuales de -1.39 y -3.23 por ciento en abril y en mayo y permanecieron constantes en junio. Por otra parte, el subíndice de los precios concertados mostró los siguientes incrementos en dichos meses: 0.29, 0.87 y 0.33 por ciento. La reducción que experimentó la tasa de crecimiento de los precios administrados durante el segundo trimestre del año es atribuible principalmente a la entrada en vigor de las tarifas de electricidad de la temporada cálida en 13 ciudades del norte del país. Así, la disminución acumulada en el trimestre por dicho subíndice fue de 13.4 por ciento. En el mismo lapso, los precios del autobús foráneo y del gas doméstico mostraron reducciones respectivas acumuladas de 1 y 7.4 por ciento, respectivamente.

El análisis de los diversos factores que influyen sobre la trayectoria de los precios, sugiere que la importante disminución que registró la inflación anual durante el segundo trimestre del año es atribuible a la concurrencia de lo siguiente:

- (a) la apreciación del tipo de cambio, inducida por una mayor disponibilidad de recursos externos;

- (b) el debilitamiento de la producción y de la demanda internas, propiciado por de la desaceleración de la economía de los Estados Unidos; y
- (c) el efecto favorable de algunos fenómenos de naturaleza transitoria, como la evolución de los precios de los productos agropecuarios y de los de los bienes administrados y concertados por el sector público.

Por otro lado, un factor que obstaculizó el abatimiento de la inflación durante el periodo lo constituyeron los aún elevados incrementos nominales que han venido exhibiendo los salarios contractuales. Lo anterior se hizo evidente en la menor velocidad de descenso que mostró la inflación subyacente de los servicios.

III. La Política Monetaria Durante el Segundo Trimestre de 2001

En esta sección se explican las razones que llevaron al Banco de México a modificar la postura de la política monetaria durante el trimestre abril-junio. Además, se presenta un análisis de la evolución tanto de las expectativas de inflación como de las tasas de interés nominales y reales. Ello, con la finalidad de evaluar el efecto del ajuste de la política monetaria sobre dichas variables, dada la importancia de ambas para revelar las percepciones del público sobre el proceso inflacionario y para examinar las condiciones monetarias prevalecientes en la economía. Por último, como complemento de lo anterior, se reportan las trayectorias de la base monetaria y de otros agregados monetarios.

III.1. Acciones de Política Monetaria

El 18 de mayo de 2001, el Banco de México anunció la reducción del “corto” de 400 a 350 millones de pesos, manteniéndolo en ese nivel durante el resto del trimestre. Esta medida estuvo motivada por dos factores: la evolución favorable de la inflación y la mitigación de algunos de los elementos de riesgo identificados al principio del año como obstáculos potenciales para el cumplimiento del objetivo de inflación para 2001.

Al momento de modificarse la postura de la política monetaria, la inflación anual del INPC había descendido de 8.96 por ciento en diciembre de 2000 a 7.11 por ciento en abril de 2001. En dicho periodo, la inflación subyacente había disminuido de 7.52 a 6.44 por ciento.

Como consecuencia de la tendencia mostrada por el crecimiento de los precios, las expectativas de inflación del sector privado para 2001 habían pasado de 7.58 por ciento en diciembre de 2000 a 6.87 por ciento en abril de 2001.

En el ámbito externo, la desaceleración de la economía de los Estados Unidos durante el transcurso del año había resultado mayor que la anticipada. El debilitamiento de la actividad económica en el país vecino propició una disminución de la tasa de crecimiento anual del PIB de México, de 5.1 por ciento en el cuarto trimestre de 2000 a 1.9 por ciento en el primero de 2001.

El Nivel Idóneo de las Reservas Internacionales

El nivel idóneo de las reservas internacionales (RI) es un tema que se ha debatido ampliamente en la literatura económica. Los principios generalmente aceptados para mantener reservas han variado con el tiempo. La razón es que las funciones atribuidas a las RI se han modificado. El FMI indica que las RI pueden usarse para financiar directamente desequilibrios en los pagos externos, y regular indirectamente la magnitud de dichos desequilibrios por medio de intervenciones en el mercado cambiario¹. Paralelamente, en diversos estudios se ha argumentado que entre los factores a considerar para determinar el nivel deseable de las RI se encuentran los siguientes: el monto del déficit en la cuenta corriente, la volatilidad a la que esta sujeta la economía, el régimen cambiario adoptado, el perfil de los vencimientos de deuda, el acceso a los mercados internacionales de capital y las preferencias de las autoridades financieras de cada país.² Por tanto, el nivel deseable de las RI depende de los fines que se le asignen a dicho acervo y de las condiciones y características particulares de cada economía.

A lo largo del siglo XX fue posible distinguir tres enfoques respecto a las funciones asignadas a las RI, cada uno de los cuales tiene implicaciones diferentes sobre el nivel idóneo de éstas. En la etapa previa a la Primera Guerra Mundial, durante la vigencia del patrón oro, la relevancia de las RI se centró en la necesidad de sostener dicho patrón, en función de la oferta interna de dinero. El principio era que el oro y las divisas deberían guardar una cierta relación, alrededor de 30%, con respecto al monto de billetes en circulación. Este es el que podría denominarse el *enfoque monetario*³ de la acumulación de reservas. En los años posteriores a la Gran Depresión, en la mayor parte de los países el nivel idóneo de las RI se elevó muy por encima del indicado por el anterior criterio. En consecuencia, en 1957 el FMI realizó estudios para analizar el vínculo de las RI con las transacciones comerciales internacionales. La propuesta que surgió de esos estudios fue que el nivel de las RI debería proporcionar liquidez a un país para que, en caso de sufrir un deterioro sus términos de intercambio, pudiese sostener inalterado el monto de sus importaciones por un lapso dado. Este podría calificarse como el *enfoque comercial* para el mantenimiento de reservas. Así, en un contexto en el que los flujos comerciales eran la fuerza dominante en la balanza de pagos, la regla establecía que el saldo de las RI debería cubrir entre 25 y 30% de las importaciones

anuales. Así, las RI permitirían no solamente incrementar las importaciones cuando el país creciera, sino también enfrentar perturbaciones internas y externas que afectarían la cuenta corriente.

Sin embargo, la validez del enfoque comercial se ha visto cuestionada por la importancia creciente de las transacciones de capital dentro de la balanza de pagos. En la actualidad, los flujos de capital son mucho más cuantiosos que los de comercio, por lo cual la cuenta de capital es el factor predominante en el comportamiento de la balanza de pagos. De hecho, tanto los montos como la rapidez con la que se mueven los capitales han ocasionado problemas severos a diversos países.

Las economías que, como la de México, gozan de un acceso significativo pero incierto a los mercados internacionales de capital, resultan sumamente vulnerables a las salidas intempestivas de fondos y a que se limite súbitamente dicho acceso. La fragilidad de las economías emergentes ante los movimientos de capital se ha hecho patente en la crisis mexicana de 1994-95 y en las crisis más recientes que han afectado a varios mercados emergentes. En el transcurso de dichos episodios, las economías más vulnerables resultaron ser aquellas con menores niveles de liquidez en moneda extranjera.

Como resulta obvio, en el nuevo contexto el papel de las RI se ha modificado. Ahora las RI deben servir para prevenir crisis de liquidez y coadyuvar a mejorar las condiciones del financiamiento externo. Se considera que el saldo de las RI debe ser suficiente para abatir la probabilidad de que un país sufra un cierre temporal de los mercados internacionales de capital y de esta manera aminorar el riesgo de una crisis de refinanciamiento.

Al mitigar dichos riesgos, un saldo adecuado de reservas internacionales contribuye a mejorar la clasificación del país como sujeto de crédito en los mercados internacionales de capital. El considerable valor preventivo que tienen las RI se evidenció en las crisis que sufrieron los países asiáticos en 1997. Así, aquellas economías que contaban con una proporción más reducida de reservas a deuda de corto plazo, como Indonesia, Corea, Malasia y Tailandia, fueron las más severamente golpeadas. En contraste, los países con cocientes más altos, como Singapur y Taiwán, resultaron menos afectados.

Como se ha señalado, uno de los factores que influyen de manera importante sobre la determinación del nivel requerido de RI es la política cambiaria. Cuando, como en México, se adopta un régimen de flotación, al decidir sus operaciones de crédito los agentes deben tomar muy en

¹ FMI, Manual de Balanza de Pagos, quinta edición.

² Ver entre muchos otros, H. Grubel (1971), "The Demand for International Reserves: A Critical Review of the Literature", *Journal of Economic Literature*, 9:4, 1148-1166 y Banco de Pagos Internacionales (2000), *Managing Foreign Debt and Liquidity Risk*, Policy Paper No.8.

³ Un ejemplo extremo y actual de este enfoque, lo constituyen los Consejos Monetarios adoptados por algunos países, en los cuales cada unidad monetaria en circulación se encuentra respaldada en un cien por ciento por RI.

cuenta el riesgo de variaciones en el tipo de cambio⁴. Aún con un tipo de cambio flexible las reservas internacionales cumplen una función preventiva esencial. Al respecto, un nivel adecuado no solamente reduce el riesgo de que se produzca una crisis de refinanciamiento, sino que permite que el acomodo de la economía frente a un cambio en la situación de la balanza de pagos sea menos brusco y más ordenado.

Por las razones expuestas, en la actualidad muchos países emergentes que cuentan con un régimen de tipo de cambio flotante, mantienen saldos considerables de reservas internacionales.

Reservas Internacionales en Países con Régimen de Tipo de Cambio Flexible

	Millones dólares EU
Brasil	32,502
Colombia	9,000
Corea	95,936
Chile	14,700
Filipinas	13,353
Indonesia	22,638
México	35,441
Perú	8,405
Tailandia	32,052

*Saldos a diciembre de 2000. Las reservas incluyen DEG, divisas, posición de reserva en el FMI y oro.

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, 2001 y bancos centrales de cada país.

⁴ Nótese que cuando se pretende mantener un tipo de cambio fijo, los requerimientos de RI tendrán que ser suficientes para resistir ataques especulativos.

En el caso de México, a raíz del bajo nivel que tenían las reservas en 1994 y durante parte de 1995, la Comisión de Cambios, integrada por funcionarios de la SHCP y del Banco de México, decidió introducir un mecanismo de acumulación por medio de la celebración de subastas de opciones de venta de dólares al Instituto Central. Mediante dicho mecanismo se complementó la acumulación que se realizaba a través de la compra directa de divisas generadas por Pemex y por el Gobierno Federal. Dicho esquema cumplió exitosamente con el objetivo para el cual fue creado, permitiendo que el Banco de México consiguiese una importante acumulación de activos internacionales sin crear distorsiones en el mercado cambiario. Desde la puesta en operación en agosto de 1996 y hasta junio de 2001, por su conducto el Banco de México acumuló reservas por 12 mil 117 millones de dólares. De esta manera, el acervo total de activos internacionales netos, al cierre de junio de 2001, fue de 40 mil 866 millones de dólares. Dado este nivel históricamente elevado, la Comisión de Cambios consideró que ya no se justificaba continuar acumulando a través del mecanismo de subastas. Por tanto, dicho órgano decidió su suspensión hasta nuevo aviso a partir de la subasta que se celebró el 29 de junio de 2001.

La tasa de expansión de la demanda también había exhibido un rápido ajuste a la baja. Ello se reflejó en una menor disparidad entre el crecimiento de la demanda y de la oferta internas y en un déficit acumulado de la balanza comercial menor que el anticipado. La situación descrita se había reflejado en el mercado laboral vía la pérdida de empleos y el aumento de la tasa de desempleo. Si bien los incrementos salariales contractuales continuaban mostrando una rigidez a la baja, la profundidad de la desaceleración económica hacía razonable suponer que estas revisiones se tornarían más congruentes con los objetivos de inflación y con las menores ganancias en la productividad de la mano de obra.

Las perspectivas positivas de mediano plazo para la economía de México y el descenso de las tasas de interés en los Estados Unidos dieron lugar a una significativa entrada de capitales provenientes del exterior, en especial de inversión extranjera directa. De forma complementaria, los participantes en los mercados financieros advirtieron con oportunidad el debilitamiento de los factores de riesgo que podrían haber generado presiones

inflacionarias incongruentes con el objetivo. Por todo lo anterior, de enero a mayo las tasas de interés internas de corto plazo se redujeron en aproximadamente 6 puntos porcentuales, alcanzando niveles que no se habían observado desde 1994.

Al menos tres factores sugieren que el diagnóstico sobre la evolución futura de la economía y sobre la inflación realizado al momento del ajuste monetario fue adecuado. Estos son: la moderación de las expectativas de inflación; el deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía de los Estados Unidos y su efecto sobre la producción nacional; y, la persistencia de una oferta amplia de capitales externos.

Sin embargo, debe reconocerse que algunos de los factores de riesgo mencionados en los Informes sobre la Inflación precedentes no se han diluido totalmente. En particular, los incrementos nominales de los salarios contractuales se han mantenido por encima de la suma del objetivo de inflación y de las ganancias previsibles en la productividad de la mano de obra.

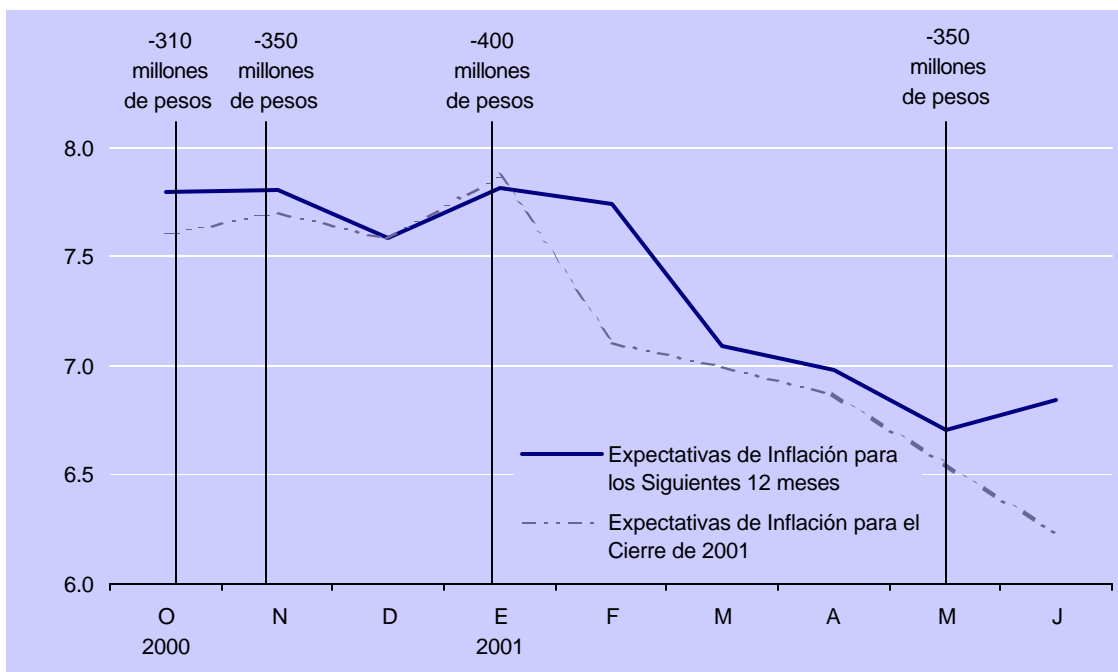
La evolución de las expectativas de inflación es un elemento de especial relevancia para evaluar los resultados de la política monetaria e identificar la presencia de presiones inflacionarias. Al respecto, destaca la tendencia a la baja que han exhibido dichas expectativas a lo largo del año, en particular las referentes al cierre de 2001. Esta tendencia se consolidó en el trimestre abril-junio (Gráfica 13). En mayo y junio se observaron reducciones significativas, alcanzándose hacia finales de ese periodo un nivel de 6.23 por ciento. Lo anterior indica claramente que los analistas del sector privado anticipan que se cumplirá el objetivo de inflación. En suma, la modificación del “corto” fue percibida como congruente con el cumplimiento de dicho objetivo.

Las expectativas de inflación para los siguientes 12 meses también se han reducido. Así, los pronósticos pasaron de un nivel de 6.98 por ciento en abril a 6.84 por ciento en junio. Sin embargo, dichas predicciones aún se mantienen por arriba de la inflación esperada para 2001. Este fenómeno se ha hecho evidente desde febrero y resulta un tanto paradójico. Esto último, toda vez que las expectativas correspondientes para 2002 también se ubican por debajo de la inflación esperada para 2001. Es probable que este hecho responda al efecto que la aprobación de la reforma fiscal pudiera tener sobre la inflación esperada. Por otro lado, los analistas podrían estar previendo cierta inestabilidad transitoria en ausencia de la reforma fiscal, lo cual incidiría temporalmente sobre la inflación.

Gráfica 13

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

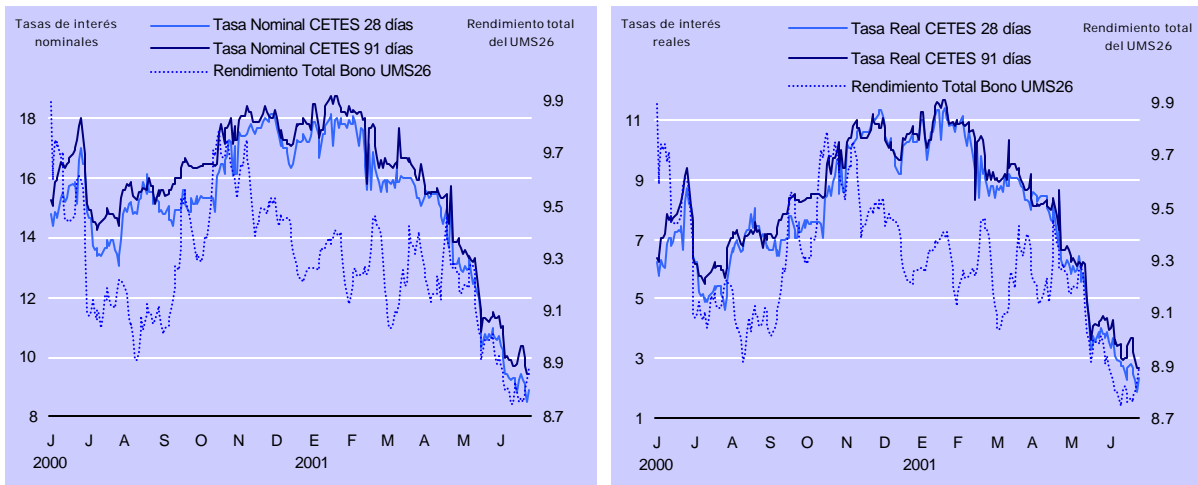
Por ciento



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

A lo largo del trimestre analizado las tasas de interés, nominales y reales, se mantuvieron en una tendencia descendente (Gráfica 14). En lo específico, en ciertos subperíodos se presentaron ajustes significativos a la baja. Así, del 16 al 30 de abril las tasas nominales de los Cetes a 28 días disminuyeron de 15.5 a 13.15 por ciento. Por otra parte, del 17 al 22 de mayo, dichas tasas pasaron de 12.4 a 10.3 por ciento. A finales del trimestre ocurrió un tercer ajuste importante, bajando dichas tasas nominales de 10.7 por ciento el 5 de junio a 8.9 por ciento el 29 de junio. En cuanto a las tasas de interés externas, durante el trimestre éstas experimentaron una reducción. Como resultado de lo anterior, el diferencial entre las tasas nominales internas y las externas se estrechó en el trimestre. La evolución descrita ha respondido a los siguientes factores: a los resultados favorables obtenidos en materia de inflación, a la moderación de la restricción monetaria, a la reducción de las tasas de interés externas y a la entrada de capitales.

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



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

En síntesis, en respuesta a la trayectoria favorable de la inflación y a las implicaciones positivas de la coyuntura económica actual sobre las perspectivas inflacionarias, las tasas de interés nominales y reales se redujeron en 6.43 y 5.94 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2001. Este relajamiento de las condiciones monetarias fue producto tanto del ajuste automático realizado por el mercado a consecuencia del cambio de percepción sobre la evolución futura de la inflación como de la reducción del “corto” que tuvo lugar el 18 de mayo.

El ajuste del “corto” validó la disminución de las tasas de interés internas y la menor brecha entre éstas y las externas, fenómeno que había sido propiciado por el cambio de percepción de los participantes en los mercados financieros. Al mismo tiempo, la evolución de las expectativas de inflación sugiere que dicha modificación fue considerada congruente con el cumplimiento del objetivo de inflación para el año. Sin embargo, debe reiterarse que algunos factores de riesgo identificados en los Informes sobre la Inflación previos no se han disipado. En particular, si bien las condiciones en el mercado laboral indican que posiblemente en los próximos meses ocurra una modificación a la baja de los incrementos nominales de los salarios contractuales, hasta junio no se tenía evidencia de que este ajuste se estuviera materializando. Otro factor de riesgo es que las expectativas para el cierre de 2002 y 2003 todavía son superiores a los objetivos de inflación correspondientes.

El Banco de México convocó el 22 de junio a las instituciones de crédito del país que así lo desearan, a constituir depósitos en el Instituto Central a un plazo de 3 años. Estos depósitos devengarán intereses cada 28 días a una tasa igual al promedio aritmético de la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a plazo de 28 días de cada uno de los días del periodo respectivo. Mediante la constitución de dichos depósitos, el Banco de México mantendrá una posición acreedora de liquidez frente al sistema bancario. Ello permitirá conservar la efectividad de la política monetaria para influir sobre la evolución de las tasas de interés de corto plazo.

El Banco de México repondrá toda la liquidez que retire por virtud de la constitución de los depósitos antes descritos, a través de sus operaciones de mercado abierto a muy corto plazo que efectúa cotidianamente. De ahí que el monto total de recursos en el mercado de dinero quedará inalterado. Por tanto, la postura de la política monetaria del Banco Central no sufrió cambio alguno por esta medida.

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

La evolución de los agregados monetarios estrechos durante el trimestre reportado reflejó con claridad la desaceleración de la actividad económica. En contraste, el ritmo de expansión del agregado monetario amplio M4 resultó similar al del trimestre anterior. Esto último se explica, en parte, por el incremento que experimentó el saldo de los activos financieros internos en poder de no residentes. Por otro lado, el financiamiento bancario al sector privado siguió registrando una expansión modesta. Cabe destacar que si bien las tasas de interés de los valores gubernamentales han descendido considerablemente, ello no se ha manifestado en una disminución de igual magnitud en las tasas de interés activas de la banca.

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

Durante el segundo trimestre de 2001 el saldo de la base monetaria permaneció estable y su tasa de crecimiento nominal continuó reduciéndose. En junio el saldo promedio de dicho agregado registró un incremento nominal anual de 10.4 por ciento, el cual resultó sustancialmente menor que el observado en el mismo mes del año pasado (32.1 por ciento). La disminución fue mayor que la anticipada ya que la expansión de la actividad

económica ha sido más lenta que la supuesta para la elaboración del pronóstico publicado en el programa monetario dado a conocer en enero. Así, durante el periodo analizado la desviación respecto a dicho pronóstico fue en promedio de -3.8 por ciento. No obstante lo anterior, en lo que ha transcurrido del año la base monetaria ha crecido a un ritmo superior al de la actividad económica, lo que implica que todavía continúa, aunque de manera más moderada, el proceso de remonetización que se ha observado desde 1997.

De marzo a junio de 2001 el saldo de los activos internacionales netos del Banco de México aumentó 521 millones de dólares, acumulación inferior a la conseguida en el trimestre precedente (4,716 millones). Ello fue resultado principalmente de que la demanda de divisas por parte del Gobierno Federal prácticamente absorbió el ingreso derivado de las operaciones que realiza el Instituto Central con Pemex. Como consecuencia, en el segundo trimestre del año el crédito interno neto disminuyó 53 millones de pesos.

Cuadro 1 **Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto**
Millones

	Saldos		Flujos efectivos enero -marzo 2001	Flujos efectivos abril -junio 2001	Flujos efectivos acumulados en el año ^{1/} Al 29 Jun. 2001
	Al 30 Dic. 2000	Al 29 Jun. 2001			
(A) Base Monetaria (Pesos)	208,943	180,734	-32,833	4,624	-28,209
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{2/}	342,386	370,686	46,162	4,677	50,839
Activos Internacionales Netos (Dólares de E.U.) ^{2/}	35,629	40,866	4,716	521	5,237
Variación de Activos Internacionales Netos			4,716	521	5,237
<i>Pemex (Dólares de E.U.)</i>			3,820	1,234	5,054
<i>Gobierno Federal (Dólares de E.U.)</i>			-238	-1,751	-1,989
<i>Compras por mecanismo de opciones</i>			735	628	1,363
<i>Otros (Dólares de E.U.) ^{3/}</i>			399	410	809
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-133,443	-189,952	-78,995	-53	-79,048
Memorándum:					
(D) Reserva Internacional ^{4/} (Dólares de E.U.)	33,555	38,730	4,481	695	5,175

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.

El 18 de mayo de 2001, la Comisión de Cambios, integrada por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México, resolvió suspender hasta nuevo

aviso las opciones de venta de divisas al Banco Central. Ello, a partir de la subasta correspondiente al 29 de junio de 2001.

El referido mecanismo de opciones ha cumplido exitosamente con los objetivos para los cuales fue creado. Este mecanismo permitió al Banco de México una importante acumulación de activos internacionales. Lo anterior, sin crear distorsiones en el mercado de cambios y coadyuvando al mejoramiento de los términos de contratación de los financiamientos internos y externos del Gobierno Federal. Por dicha vía, el Banco de México adquirió 12,117 millones de dólares, contribuyendo a que los activos internacionales netos al 29 de junio de 2001 sumaran 40,866 millones de dólares. Como se ha comentado, se trata de un saldo de activos internacionales históricamente alto. A la luz de lo anterior, se consideró conveniente no continuar con la acumulación a través de dicho mecanismo.

Por otra parte, con el propósito de mantener la simetría del régimen de flotación vigente, la Comisión de Cambios decidió suspender a partir del 2 de julio el esquema de ventas contingentes de dólares. Conforme a éste último, el Instituto Central ofrecía diariamente mediante subasta 200 millones, a un tipo de cambio por lo menos 2 por ciento superior al del día hábil inmediato anterior.

III.2.2. Agregados Monetarios M1 y M4

La tasa de crecimiento del medio circulante M1 se redujo durante el segundo trimestre del año. Esta evolución es congruente con la del consumo (Gráfica 15). Ello, en virtud de que dicho agregado monetario señala las necesidades de liquidez para llevar a cabo transacciones comerciales. Adicionalmente, el comportamiento del saldo de las cuentas de cheques denominadas en moneda extranjera reflejó un intercambio comercial menos vigoroso con el exterior.

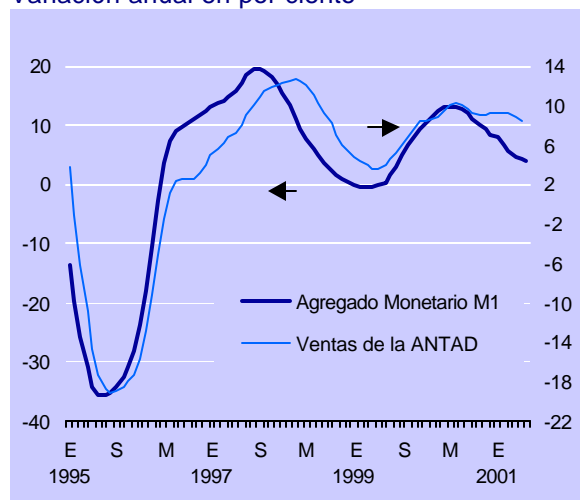
Durante el periodo de análisis, la tasa de crecimiento real del agregado monetario amplio M4 resultó muy similar a la observada en el primer trimestre de 2001. Un componente de M4 que mantuvo un ritmo notable de expansión fue la tenencia de valores gubernamentales por parte de no residentes, la cual aumentó 9.5 miles de millones de pesos de diciembre de 2000 a junio de 2001 (incremento de 51.5 por ciento). El crecimiento de la inversión de los no residentes en valores gubernamentales puede

explicarse, en gran medida, por la mejoría de la percepción del riesgo país de México.

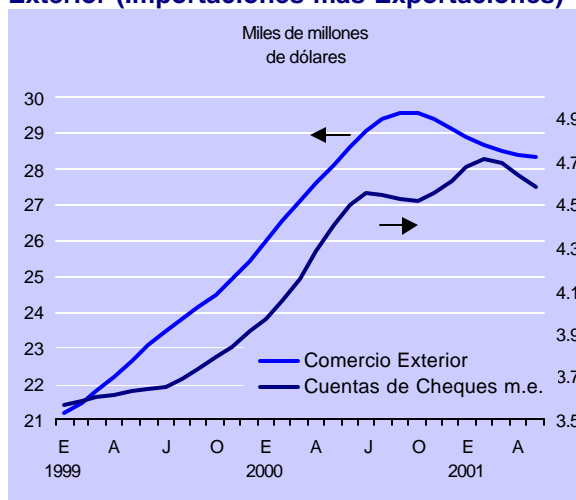
Gráfica 15 Medio Circulante y Actividad Económica

Tendencia del Agregado Monetario M1 y de las Ventas de la ANTAD

Variación anual en por ciento



Tendencia del Saldo de las Cuentas de Cheques en Moneda Extranjera y Comercio Exterior (Importaciones más Exportaciones)



Cuadro 9 Agregados Monetarios

Variación real anual en por ciento

	2000				2001	
	I	II	III	IV	I	II
M1	11.17	13.54	12.25	7.87	6.75	3.43
Billetes y Monedas en Poder del Público	15.19	20.49	16.21	8.58	7.35	3.13
Cuentas de Cheques ^{1/}	9.44	10.66	10.64	7.56	6.48	3.57
M4	7.86	8.07	6.91	6.20	6.44	6.49
Billetes y Monedas en Poder del Público	15.19	20.49	16.21	8.58	7.35	3.13
Captación Bancaria	-3.76	-4.22	-9.64	-11.48	-10.32	-7.33
Valores Públicos ^{2/ 3/}	42.24	34.25	41.59	41.06	37.08	30.39
Valores Privados ^{3/}	-0.01	16.99	33.02	33.08	19.99	10.58
Fondos de Ahorro para el Retiro (sin Siefores) ^{4/}	14.32	15.44	17.23	17.23	18.26	17.26

1/ Incluye depósitos en cuenta corriente.

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

3/ Incluye la tenencia de Siefores.

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

III.2.3. Financiamiento al Sector Privado

En el segundo trimestre de 2001 continuó la incipiente recuperación que venía mostrando el crédito bancario desde finales del año anterior. Esta tendencia se aprecia en la evolución de la

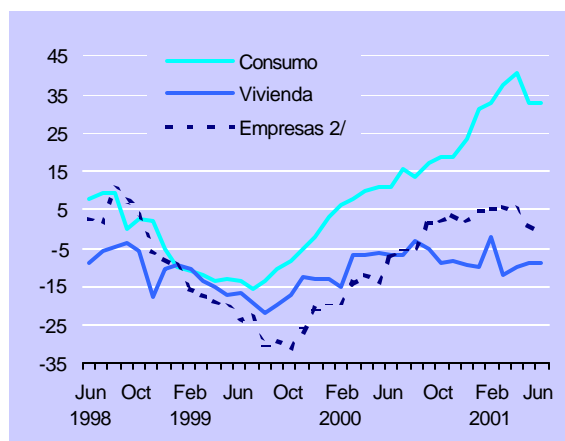
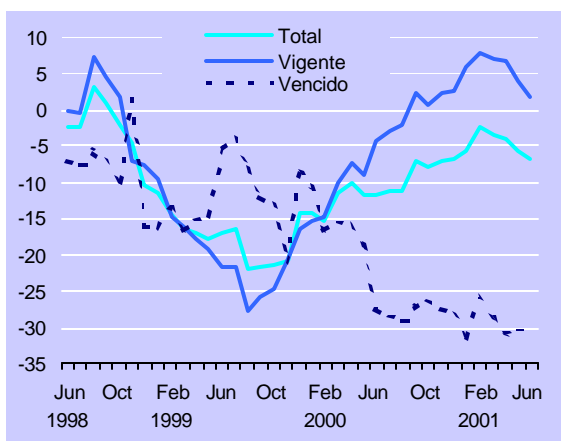
cartera vigente⁹, la cual crece a tasas reales anuales positivas (Gráfica 16). El resultado anterior reflejó parcialmente el otorgamiento de nuevos créditos por parte de la banca comercial. En la clasificación de la cartera vigente por tipo de crédito, destaca que el concedido al consumo se expande a tasas reales elevadas y que el asignado a empresas y a personas físicas con actividad empresarial está repuntando.

Gráfica 16 Crédito Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado

Variación real anual en por ciento

Crédito Total, Vigente y Vencido

Crédito Vigente por Destino^{1/}



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.

El componente más vigoroso del crédito al consumo es el de las tarjetas de crédito. Por otra parte, el otorgado a la vivienda por la banca comercial se mantiene prácticamente en los niveles prevalecientes al inicio del año. Este comportamiento contrasta con el del financiamiento que conceden las SOFOLES. En el periodo enero-mayo esas instituciones canalizaron recursos a la vivienda por 5,379 millones de pesos, lo que implicó un crecimiento anual de 19.2 por ciento.

Si bien las tasas de interés de los valores gubernamentales disminuyeron significativamente durante el segundo trimestre del año, este hecho no se ha reflejado con igual fuerza en las tasas de interés activas bancarias, en especial las aplicadas a las tarjetas de crédito. En marzo y junio estas últimas registraron niveles de 45.5

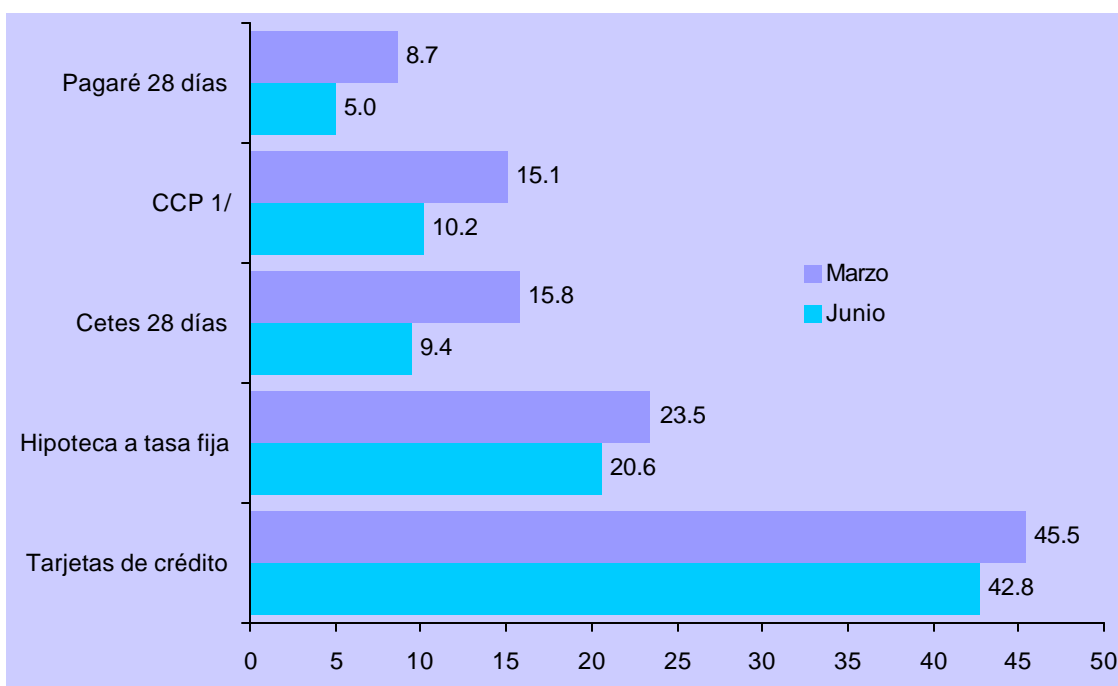
⁹ Se refiere a la cartera propia de la banca comercial, concepto que excluye la cartera asociada a los programas de apoyo a deudores y de saneamiento bancario (pagarés IPAB-FOBAPROA y los Cetes-UDIs).

y 42.8 por ciento, respectivamente¹⁰. Las tasas de interés activas bancarias todavía reflejan diferenciales importantes con respecto a las tasas pasivas de mercado y en algunos casos son mayores en términos reales que las que prevalecieron el año pasado (Gráfica 17).

Gráfica 17

Tasas de Interés en 2001

Promedio mensual simple en por ciento anual



1/ El Costo de Captación a Plazo (CCP) incluye las tasas de interés de los pasivos a plazo en moneda nacional a cargo de la banca múltiple, excepto los pasivos que se derivan de obligaciones subordinadas susceptibles de conversión a capital, del otorgamiento de avales y de la celebración de operaciones entre instituciones de crédito.

Fuente: Banco de México e Infosel.

¹⁰ Fuente: Infosel.

IV. Perspectivas del Sector Privado para 2001¹¹

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

Las estimaciones de los analistas del sector privado relativas a la evolución del entorno externo durante el resto del año no mostraron cambios importantes en el trimestre. Al respecto cabe destacar lo siguiente:

- (a) El pronóstico de los analistas nacionales para la tasa de expansión anual de la economía de los Estados Unidos en el año 2001 fue modificado ligeramente a la baja, de 1.8 por ciento en marzo a 1.6 por ciento en junio. Por otra parte, el pronóstico promedio de los analistas de los Estados Unidos para el crecimiento del PIB en ese país en el segundo trimestre de 2001 se ubicó en 1.14 por ciento, en tanto que para todo el año resultó de 1.6 por ciento¹². Para los trimestres tercero y cuarto de 2001 esperan que la economía estadounidense crezca a tasas de 1.5 y 2.7 por ciento, respectivamente.
- (b) La predicción de los analistas en cuanto al precio promedio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación en el año 2001 es de 19.49 dólares por barril. Por otra parte, la cotización a futuro del petróleo WTI que era de 27.20 dólares por barril (29 de junio) y su diferencia con el precio de la mezcla mexicana, sugieren un precio promedio implícito para la mezcla mexicana en 2001 de 19.70 dólares por barril.

A lo largo del segundo trimestre, se ajustó a la baja la expectativa para el tipo de cambio al cierre de 2001. Asimismo, los analistas esperan que tenga lugar una disminución de los incrementos nominales de los salarios contractuales.

Al cierre de junio el sector privado anticipaba que el tipo de cambio en diciembre de 2001 sería de 9.54 pesos por dólar. Por

¹¹ A menos que se especifique lo contrario, los pronósticos reportados en esta sección se han obtenido de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que levanta mensualmente el Banco de México.

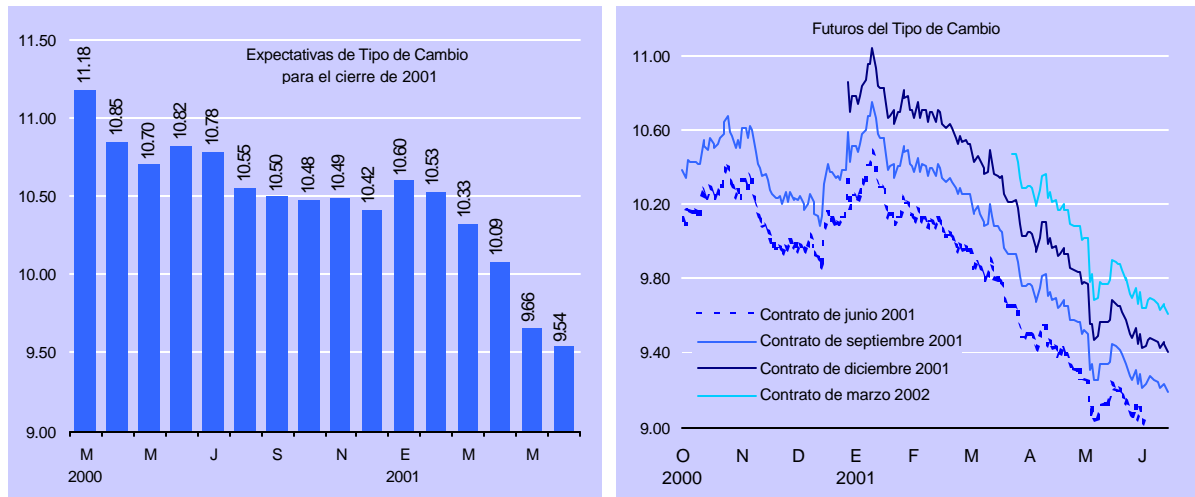
¹² Fuente: Consensus Forecast. El pronóstico para el segundo trimestre corresponde al crecimiento trimestral anualizado de la serie destacionalizada.

otra parte, el 29 de junio el precio del futuro del peso para el cierre de 2001 se situaba en 9.40 pesos por dólar (Gráfica 18).

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.

El pronóstico de los analistas para el incremento nominal anual de los salarios contractuales en julio y agosto es respectivamente de 8.9 y 8.6 por ciento (Gráfica 19).

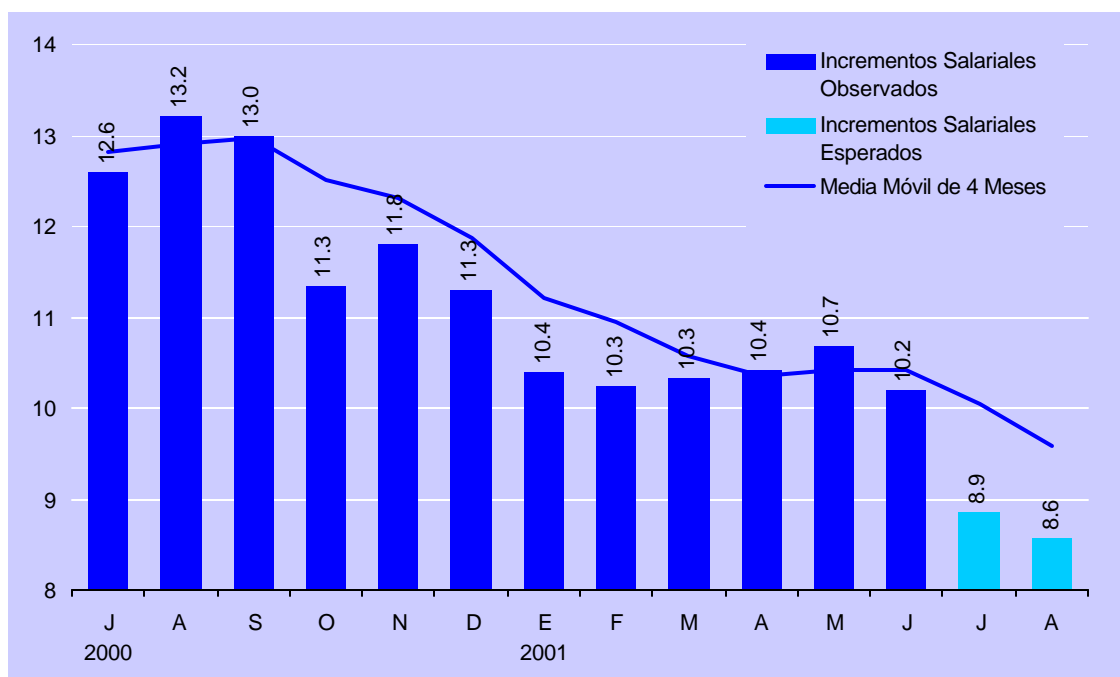
En lo que se refiere al comportamiento de los precios administrados y concertados, la expectativa es que se modifiquen de conformidad con lo establecido en los Criterios Generales de Política Económica para el año.

Los especialistas encuestados prevén que el crecimiento anual real del PIB de México en 2001 sea de 2.07 por ciento, nivel inferior al reportado en marzo (3.28 por ciento). A su vez, en la encuesta de junio se pronosticaron déficits anuales de la balanza comercial y de la cuenta corriente menores que los estimados en marzo. Así, el pronóstico relativo al déficit comercial se corrigió de 12,013 a 11,359 millones de dólares y el déficit en cuenta corriente de 21,956 a 20,866 millones de dólares. Asimismo, para el cierre de 2001 los consultores anticipan un incremento de las exportaciones no petroleras de 6 por ciento y una disminución de las exportaciones petroleras de 16.5 por ciento. Por otra parte, la predicción es que las importaciones aumenten en el año 6.7 por ciento. Finalmente, los analistas consultados revisaron al alza su estimación del flujo de inversión extranjera directa esperado para este año, de 13,274 millones de dólares en marzo a 17,615 millones en junio.

Gráfica 19

Incrementos Salariales Contractuales

Por ciento



FUENTE: Secretaría del Trabajo y Previsión Social. Para julio y agosto los pronósticos se tomaron de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado levantada por el Banco de México en junio de 2001.

Los indicadores que se refieren al clima de los negocios y al nivel de confianza continúan revelando un escenario poco optimista, si bien exhibieron en junio una ligera mejoría respecto a las evaluaciones obtenidas en marzo. El 17 por ciento de los analistas encuestados expresó que el ambiente de negocios en los próximos meses será propicio, el 52 por ciento que se mantendrá sin cambio y el resto que se deteriorará.

Los especialistas del sector privado consideran que los cuatro principales factores susceptibles de obstaculizar la actividad económica durante los próximos seis meses son los siguientes: una menor fortaleza de los mercados externos y de la economía mundial (30 por ciento de las respuestas); la apreciación del tipo de cambio real (13 por ciento); escasez de financiamiento interno (12 por ciento); y la debilidad del mercado interno (8 por ciento).

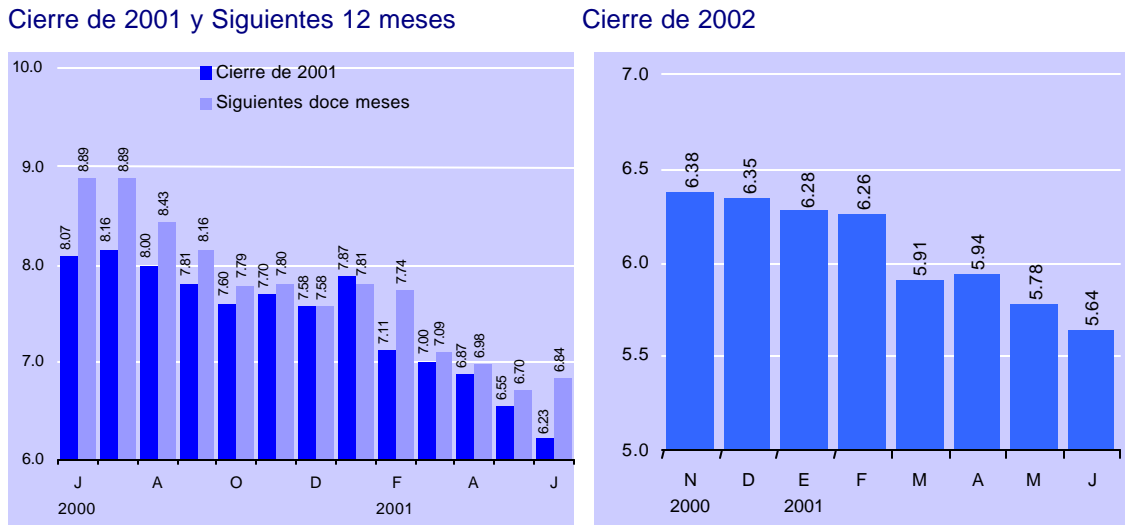
IV.2. Pronósticos de Inflación del Sector Privado

Los pronósticos de inflación mensual reportados en la encuesta de junio para julio, agosto y septiembre son de 0.41, 0.48 y 0.78 por ciento, respectivamente. Lo anterior implica que la

inflación anual se mantendrá prácticamente estable durante el trimestre.

Las predicciones de los analistas relativas a la inflación para los siguientes doce meses se modificaron de 7.09 por ciento en marzo de 2001 a 6.84 por ciento en junio y la referente al cierre de 2001 de 7 a 6.23 por ciento. Con base en el supuesto de que se aprobará la reforma fiscal en el transcurso del presente año, los consultores estimaron una inflación de 7.95 por ciento para los próximos doce meses y de 7.64 por ciento para el cierre de 2001. En lo que respecta a la inflación anual de 2002, el pronóstico es que ésta será de 5.64 por ciento, menor que la estimación de 5.91 por ciento reportada en marzo (Gráfica 20).

Gráfica 20 Evolución de las Expectativas de Inflación
Variación anual en por ciento

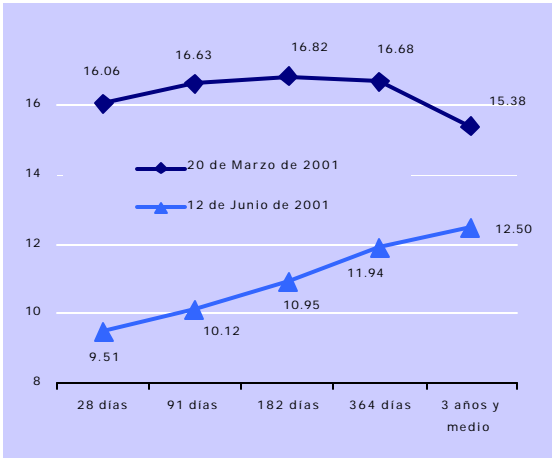


FUENTE: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

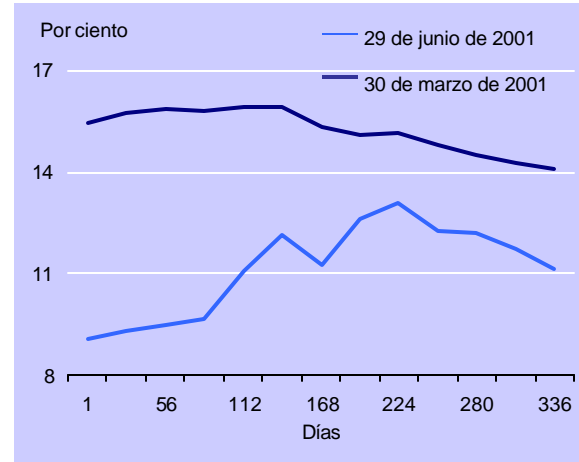
Finalmente, la curva de los rendimientos nominales de los Cetes por plazos confirma que las expectativas de inflación se han corregido significativamente a la baja (Gráfica 21).

Gráfica 21 **Curvas de Rendimientos Nominales de los Cetes y Tasas “Forward”**
Por ciento

Tasas de la Subasta Primaria de los Cetes*



Tasas “Forward”



* El instrumento a 3 años y medio corresponde al bono a ese plazo emitido con cupones a tasa fija.

V. Balance de Riesgos y Conclusiones

En congruencia con lo que se anticipó en el Programa Monetario para 2001, la evolución de la economía de México y de la inflación durante los primeros seis meses del año estuvo condicionada por los siguientes tres factores:

- (a) la desaceleración económica en los Estados Unidos y sus repercusiones sobre la economía mundial;
- (b) el debilitamiento de la demanda interna; y
- (c) la disponibilidad y términos del financiamiento externo.

La disminución del ritmo de crecimiento económico en los Estados Unidos ha sido mayor que la prevista y su incidencia desfavorable sobre las exportaciones y la producción industrial de México también más severa. Como se comenta en la presente edición de este Informe, la estrecha integración de los sectores manufactureros de México y de los Estados Unidos explica tanto la alta correlación de la actividad industrial en ambos países como la rapidez con la cual se transmitió hacia México la desaceleración de los Estados Unidos.

La tasa de crecimiento de casi todos los componentes de la demanda agregada se redujo considerablemente como consecuencia de la pérdida de vigor del sector industrial en México. La evidencia disponible sugiere, utilizando series desestacionalizadas, que en la primera mitad del año el aumento de la demanda interna fue menor que el de la oferta interna. Por ello, el déficit comercial con el exterior en términos desestacionalizados es menos amplio. Estos fenómenos se han traducido en una demanda de recursos externos inferior a la prevista.

Durante el primer semestre, México experimentó una cuantiosa oferta de recursos del exterior. Lo anterior respondió a varios factores causales, entre los que destacan los siguientes:

- (a) la percepción favorable de los mercados respecto al compromiso firme de las autoridades con el fortalecimiento de la estabilidad macroeconómica;
- (b) la desaceleración reciente de la actividad económica no ha afectado las perspectivas de expansión de la economía mexicana en el mediano y largo plazos;

- (c) la expectativa de una conclusión exitosa de la reforma fiscal y de que, en el futuro cercano, se avance en los temas pendientes de la reforma estructural; y
- (d) la menor vulnerabilidad financiera de la economía nacional.

La combinación de una más reducida demanda de recursos externos con una mayor oferta de los mismos ha redundado en la apreciación del tipo de cambio, además de coadyuvar a la estabilidad de las principales variables financieras.

Por todo lo anterior, puede decirse que la economía de México ha entrado de manera ordenada a la parte baja del ciclo económico. Esta fase se ha transmitido de los Estados Unidos a la economía mundial y ha tenido su impacto más intenso sobre aquellos países con los que dicha nación tiene vínculos comerciales más estrechos. Este contexto ha coadyuvado al descenso de la inflación interna. Ello explica en parte que en el segundo trimestre del año continuara la reducción tanto de la inflación general como de la subyacente.

Asimismo, debido a que no se materializaron las presiones inflacionarias que se temían a principio de año, durante el trimestre las tasas de interés internas disminuyeron considerablemente. Este descenso fue validado por la autoridad monetaria al reducir el “corto” el 18 de mayo. De esta manera, la inserción ordenada de la economía mexicana a la fase descendente del ciclo económico ha permitido un abatimiento importante de las tasas de interés reales y nominales.

La evolución de la economía nacional a lo largo de los últimos meses sugiere que el crecimiento anual será más bajo que el señalado en el pasado Informe sobre la Inflación. Asimismo, también es posible anticipar que se cumplirá con el objetivo de inflación en 2001. A continuación se enuncian los principales elementos que conforman el escenario base del Banco de México respecto de la evolución de la economía en lo que resta del año. En cuanto al entorno internacional, éste se anticipa muy similar al que se presentó en el Informe precedente:

- (a) los pronósticos de la expansión de la economía de los Estados Unidos para 2001 se ubican en un intervalo entre 1.2 y 1.8 por ciento. En términos trimestrales, se espera que en el segundo trimestre esa economía haya crecido a una tasa menor que en el primero y que tenga lugar una recuperación durante los últimos dos trimestres del año;

- (b) con base en las cotizaciones a futuro del precio del petróleo WTI y en la brecha entre este precio y el de la mezcla mexicana de exportación registrado en junio, se pronostica que el precio promedio de dicha mezcla en 2001 será de 19.70 dólares por barril (superior al de 18.30 dólares estimado en marzo); y
- (c) la evolución de los flujos de capital del exterior sugiere que en 2001 el financiamiento de la cuenta corriente será atendido en lo principal con recursos de largo plazo. Por otra parte, los acontecimientos en Argentina podrían tener un efecto transitorio sobre la volatilidad de los flujos de inversión de cartera.

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 del año. Los principales resultados de este ejercicio de pronosis se presentan a continuación:

- (a) el crecimiento a tasa anual del producto en el segundo trimestre resultará significativamente más bajo que el registrado en el primero. También se estima que el incremento del PIB para todo el año 2001 sea inferior a 2 por ciento. En este escenario se anticipa un repunte de la tasa anual de crecimiento en los últimos dos trimestres;
- (b) menores presiones inflacionarias que las originalmente previstas. Ello, debido a la apreciación ya ocurrida del tipo de cambio, a la desaceleración de la producción y a la debilidad de la demanda en el mercado laboral. Para el tercer trimestre se estima un descenso ulterior tanto de la inflación anual general como de la subyacente. Con una alta probabilidad, la inflación anual del INPC se ubicará por debajo de la subyacente; y
- (c) la desaceleración de la demanda agregada será congruente con la reducción del déficit de la cuenta corriente esperada para 2001. Por ello, el pronóstico actual es de un déficit de aproximadamente 3 por ciento del producto.

En el escenario base adoptado se supone que los incrementos nominales de los salarios contractuales descenderán en los próximos meses. Lo anterior como reflejo de una actividad económica más débil, del deterioro de las condiciones prevalecientes en el mercado de trabajo y de la mejoría de las

expectativas de inflación. Sin embargo, la revisión de los salarios contractuales en junio (10.2 por ciento de aumento) no apunta hacia el cumplimiento del aludido supuesto. Así, a la fecha los incrementos de los salarios reales siguen siendo incongruentes con la evolución de la productividad. Si bien el efecto desfavorable sobre la inflación de la elevación de los costos unitarios podría ser mitigado en algún grado, esto dificultará la recuperación del empleo. Es muy probable que una parte de la pérdida de puestos de trabajo ya observada haya sido consecuencia de revisiones de los salarios contractuales incongruentes con el objetivo de inflación y con la productividad esperada.

Asimismo, la previsión es que para el año 2002, en la medida en que se recupere la economía mundial, el crecimiento del PIB de México regrese a niveles cercanos a su potencial. Para que esta perspectiva se materialice de la manera más rápida posible, es indispensable que se profundicen las reformas estructurales. Ello, con la finalidad de flexibilizar a la economía y aumentar la oferta de infraestructura y de insumos que son indispensables para incrementar la eficiencia de los procesos productivos. Dicha flexibilidad permitirá que la planta productiva nacional mejore sus niveles de competitividad en una economía globalizada y que las empresas sean capaces de realizar los ajustes necesarios ante los cambios en precios relativos que puedan enfrentar.

Los principales riesgos externos a los que se encuentra sujeto este escenario base se señalan a continuación:

- (a) una desaceleración más pronunciada (o una recuperación más lenta) de la economía de los Estados Unidos;
- (b) una drástica caída del precio del petróleo; y
- (c) un desenlace desordenado de la situación en Argentina que ponga en tela de juicio la capacidad de las autoridades financieras internacionales para manejar las crisis en los mercados emergentes.

El consenso de los analistas que dan seguimiento a la economía de los Estados Unidos es que en el tercer trimestre de 2001 se observe una recuperación del crecimiento. No obstante lo anterior, la probabilidad de que dicho fenómeno se postergue no es despreciable y depende en gran medida de la evolución del consumo privado en ese país. En caso de que ocurriese dicho atraso, el crecimiento económico en México en 2001 sería aún menor que el planteado en el escenario base y la pérdida de empleos más profunda. En este contexto, sería de esperarse que el

descenso de la inflación fuese más rápido que el pronosticado. Esta predicción se apoya en que el elevado grado de sincronía que han exhibido la actividad económica y la demanda interna de México con respecto a la actividad en los Estados Unidos, limitaría la ampliación del déficit de la cuenta corriente y las presiones inflacionarias asociadas a posibles movimientos desordenados del tipo de cambio.

Tanto una caída del precio del petróleo como el contagio hacia México de la crisis de Argentina podrían ocasionar una depreciación imprevista del tipo de cambio. En la medida en que dicha depreciación fuese desordenada y afectase desfavorablemente la formación de las expectativas de inflación, ello requeriría de la aplicación de una política monetaria más restrictiva para alcanzar las metas de inflación propuestas.

Al momento de publicar 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 un menor alcance recaudatorio que el esperado por los mercados diera lugar a un drástico deterioro de las expectativas; y
- (b) que la holgura observada en el mercado laboral no se refleje pronto en revisiones salariales contractuales más acordes con el objetivo de inflación para el año 2002 y con los incrementos previsibles de la productividad de la mano de obra.

Las crisis que han afectado recientemente a algunos países emergentes han sido fundamentalmente consecuencia de problemas fiscales derivados de la imposibilidad de lograr un consenso político suficiente para garantizar la solvencia del sector público.

La reforma fiscal que en su caso llegue a aprobarse por el H. Congreso de la Unión deberá 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 genera presiones inflacionarias sino que también afecta negativamente la creación de empleos y las utilidades de las empresas. De persistir esta brecha, la política monetaria tendría que tornarse más restrictiva a fin de inducir dicha concordancia. Ello, con el propósito de hacer viable la consecución de los objetivos de inflación de mediano plazo y de coadyuvar a una recuperación más rápida del empleo.

* * *

En el escenario base delineado se presenta un panorama más optimista que en Informes anteriores en cuanto a la evolución de la inflación general. Asimismo, los riesgos que penden sobre dicho escenario se encuentran más balanceados. Ante esa perspectiva, la Junta de Gobierno del Banco de México considera que las condiciones monetarias menos restrictivas que actualmente prevalecen –producto de la disminución sustancial que han experimentado las tasas de interés reales– son compatibles con los objetivos de inflación de corto y mediano plazos.

Sin menoscabo de lo anterior, la Junta de Gobierno no desestima la importancia de los factores de naturaleza transitoria que han dado lugar a un más rápido descenso de la inflación general que de la subyacente. Por ejemplo, el efecto favorable sobre la inflación general de la evolución de los subíndices de precios de los productos agropecuarios y de los administrados y concertados por el sector público. Tampoco deja de advertir la casi completa cancelación del efecto positivo de la apreciación del tipo de cambio sobre la inflación subyacente causada por la rigidez a la baja de los incrementos salariales contractuales.

La moderación de los incrementos salariales resulta imprescindible para que la recuperación de los empleos perdidos y la generación de nuevos puestos de trabajo tengan cimientos sólidos, una vez que la economía mexicana recupere su ritmo de crecimiento potencial.

En la medida en que se logren concretar reformas estructurales aún pendientes, como la fiscal y la del sector energético, y se persevere en la consecución de los objetivos de inflación, se avanzará en la consolidación de la estabilidad macroeconómica. Como resultado de ello, la economía gozaría de una mayor capacidad de respuesta y recuperación ante perturbaciones externas e internas y ampliaría sus posibilidades de crecimiento de largo plazo. No hay prioridad más urgente que la remoción de todos aquellos factores que siguen interfiriendo con el fortalecimiento de un entorno conducente a una elevación continua

del bienestar de la población. La oportunidad de conseguirlo está al alcance y no debe desaprovecharse.