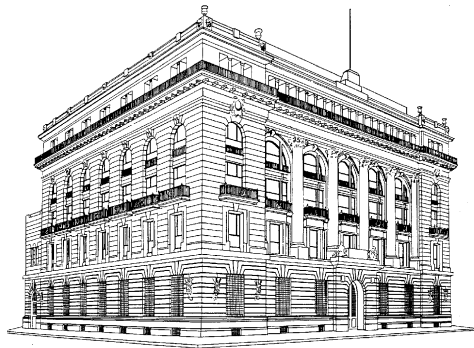


Informe sobre la Inflación

Julio – Septiembre 2000



BANCO DE MEXICO

2000

OCTUBRE,

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜEMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 12 de octubre de 2000. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

INDICE

I.	Introducción	10
II.	Evolución Reciente de la Inflación	11
II.1.	Comportamiento de los Distintos Indicadores de Inflación durante el Trimestre	11
II.1.1.	Indice Nacional de Precios al Consumidor	12
II.1.2.	Inflación Subyacente	14
II.1.3.	Indice Nacional de Precios Productor	17
II.2.	Principales Determinantes de la Inflación	19
II.2.1.	Entorno Externo y Tipo de Cambio	19
II.2.2.	Remuneraciones, Salarios y Empleo	28
II.2.3.	Oferta y Demanda Agregadas	35
II.2.4.	Precios Administrados y Concertados	40
II.2.5.	Finanzas Públicas	44
II.2.6.	Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación	44

III. La Política Monetaria Durante el Periodo	49
III.1. Acciones de Política Monetaria	49
III.2. Evolución de los Agregados Monetarios	55
III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales Netos	55
III.2.2. Evolución de los Agregados Monetarios M1a y M4a	59
III.2.3. Financiamiento al Sector Privado	63
IV. Perspectivas del Sector Privado	66
IV.1. Pronósticos sobre los Principales Determinantes de la Inflación	66
IV.2. Expectativas de Inflación	69
V. Balance de Riesgos y Conclusiones	72
VI. Estrategia de Política Monetaria y Metas de Inflación	79
VI.1. El Objetivo de Estabilidad de Precios y la Estrategia de Política Monetaria	79
VI.2. Meta de Inflación para el Año 2001 y Objetivo de Mediano Plazo	85

I. Introducción

En este documento se presenta al público el análisis realizado por el Banco de México que ha servido de base para la toma de decisiones en materia de política monetaria durante el trimestre julio–septiembre. Además de contener una evaluación detallada de diversos aspectos del desempeño de la economía mexicana que inciden sobre la inflación, en esta ocasión se incluye un capítulo adicional en el cual se anuncian los objetivos que servirán de guía para las acciones de política monetaria en el período 2001-2003.

Durante el tercer trimestre del año la tasa anual de crecimiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) continuó descendiendo, ubicándose en septiembre en 8.85 por ciento. Este resultado permite anticipar que la meta de inflación para el año 2000 se logrará con holgura. La información de carácter preliminar con que se cuenta hasta el momento apunta a que en el tercer trimestre probablemente tuvo lugar una cierta desaceleración de la demanda agregada y de la actividad económica. Sin embargo, el crecimiento del gasto interno aún es elevado y superior al de la producción. El dinamismo que ha mostrado la demanda y la brecha que aún persiste entre las expectativas de inflación de mediano plazo y el objetivo correspondiente son las principales razones que fundamentan la intensificación de la postura restrictiva de la política monetaria en el período de análisis.

La expansión que ha venido mostrando la demanda interna y la falta de congruencia de la evolución de los salarios contractuales con las expectativas de inflación y las ganancias esperadas para la productividad de la mano de obra, son los principales factores internos que podrían dar lugar a presiones inflacionarias incompatibles con la meta de inflación propuesta para 2001. A su vez, el presente documento destaca como elementos externos de riesgo los siguientes: a) un ajuste abrupto del ritmo de crecimiento de la economía de los Estados Unidos y b) una caída significativa del precio del petróleo.

A la luz de lo anterior, el Banco de México deberá mantener, y quizás incrementar, el sesgo restrictivo de la política monetaria para alcanzar sus objetivos de mediano plazo. Debido a que la inflación en México es aún elevada, la Junta de Gobierno ha considerado que para disminuir el crecimiento de los precios de manera permanente, es preferible una estrategia gradual ya que ésta reduce los costos sociales del proceso. El Banco de México persigue el objetivo final de alcanzar y preservar las condiciones de estabilidad indispensables para el crecimiento de la actividad económica, del empleo, de la inversión, de la productividad y para la mejoría continua del salario real.

II. Evolución Reciente de la Inflación

La evolución de los precios durante el tercer trimestre de 2000 fue favorable, conforme se anticipó en el pasado Informe sobre la Inflación. Este diagnóstico se sustenta tanto en la trayectoria mostrada por el INPC como por el índice de precios subyacentes. En particular, cabe mencionar que:

- (a) La inflación anual medida mediante el INPC continuó descendiendo.
- (b) El ritmo de la inflación subyacente¹ siguió a la baja, tanto en el sector de servicios como en el de mercancías.

Sin embargo, en este período se presentaron algunos fenómenos que limitaron la baja de la inflación, entre los que destacan los dos siguientes:

- (a) El aumento de la inflación anual del subíndice de precios de los productos agropecuarios y la estabilidad de la tasa de crecimiento anual de los precios de los bienes y servicios administrados y concertados.
- (b) La trayectoria ascendente que exhibió la inflación del Índice Nacional de Precios Productor sin petróleo y sin servicios en el segundo trimestre se interrumpió, aunque el aumento de la tasa de crecimiento no se ha revertido totalmente. Este comportamiento se explica, en gran medida, por los efectos indirectos que la elevación de los precios internacionales del petróleo y del gas natural han tenido sobre algunos de los rubros de este índice.

II.1. Comportamiento de los Distintos Indicadores de Inflación durante el Trimestre

A continuación se analiza la evolución que tuvieron los diferentes índices de precios durante el trimestre julio–septiembre.

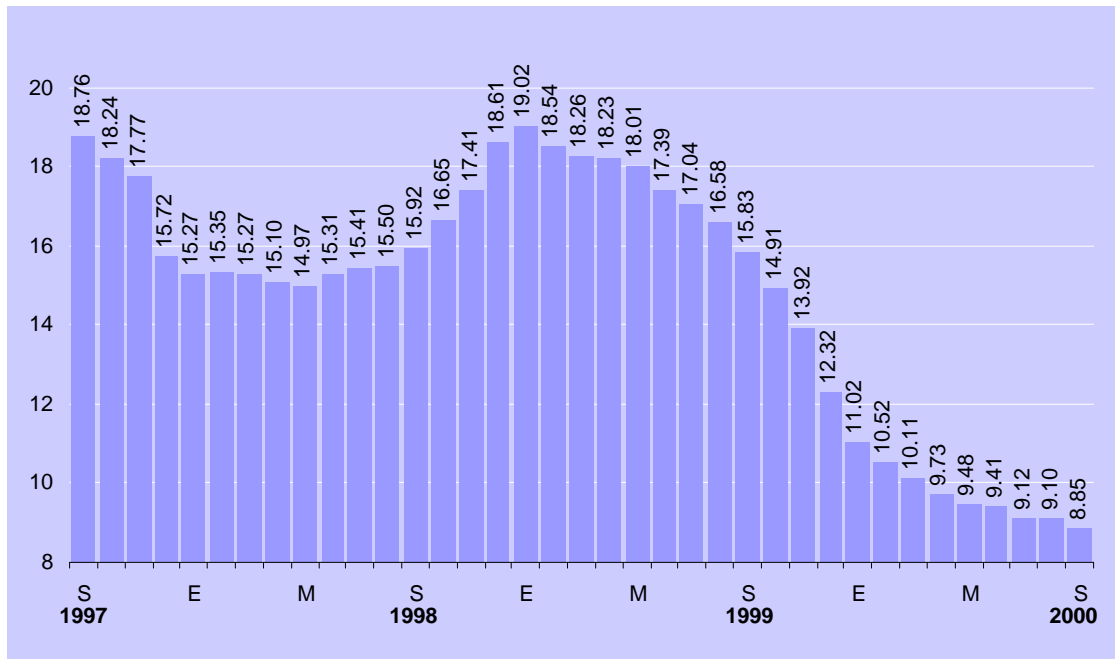
¹ La inflación subyacente es un indicador que utiliza el Banco de México para identificar las presiones inflacionarias de mediano plazo. Una explicación detallada de la metodología para construir el índice correspondiente se puede consultar en el Informe sobre la Inflación: Enero-Marzo 2000, pp. 53-59.

II.1.1. Índice Nacional de Precios al Consumidor

En el tercer trimestre del año la inflación anual disminuyó. Empero, la velocidad a la cual ésta se redujo resultó menor que la observada en el segundo trimestre. Además, según se había estimado, la inflación acumulada en este trimestre fue mayor que la del trimestre anterior, en gran medida debido a efectos estacionales.

La inflación de julio a septiembre resultó menor que la observada en igual periodo de 1999, por lo que al cierre del trimestre correspondiente la inflación anual terminó en 8.85 por ciento. Lo anterior significó una reducción de 0.56 puntos porcentuales con respecto al nivel de junio (Gráfica 1). Por su parte, durante los primeros dos trimestres del año la inflación había disminuido en 2.21 y 0.70 puntos porcentuales, respectivamente.

Gráfica 1 Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



El crecimiento del nivel general de precios en el lapso julio–septiembre resultó menor que el esperado por los analistas del sector privado al cierre del trimestre pasado² (Cuadro 1). Sin embargo, la inflación en agosto fue mayor que la expectativa de 0.52 por ciento que se tenía al inicio del trimestre. Este resultado se explica

² Estas expectativas se reportaron en el Informe sobre la Inflación: Abril-Junio 2000 en el Cuadro 7, p. 51.

principalmente por el aumento de 0.56 por ciento que registró el subíndice de precios de los productos agropecuarios.³

Cuadro 1

Inflación Observada y Esperada del INPC durante el Trimestre Julio-Septiembre

Variación en por ciento

	2000		1999	
	Inflación Mensual		Inflación Mensual	
	Observada	Esperada 1/	Observada	Esperada 1/
Julio	0.39	0.55	0.66	0.72
Agosto	0.55	0.52	0.56	0.74
Septiembre	0.73	0.81	0.97	1.03

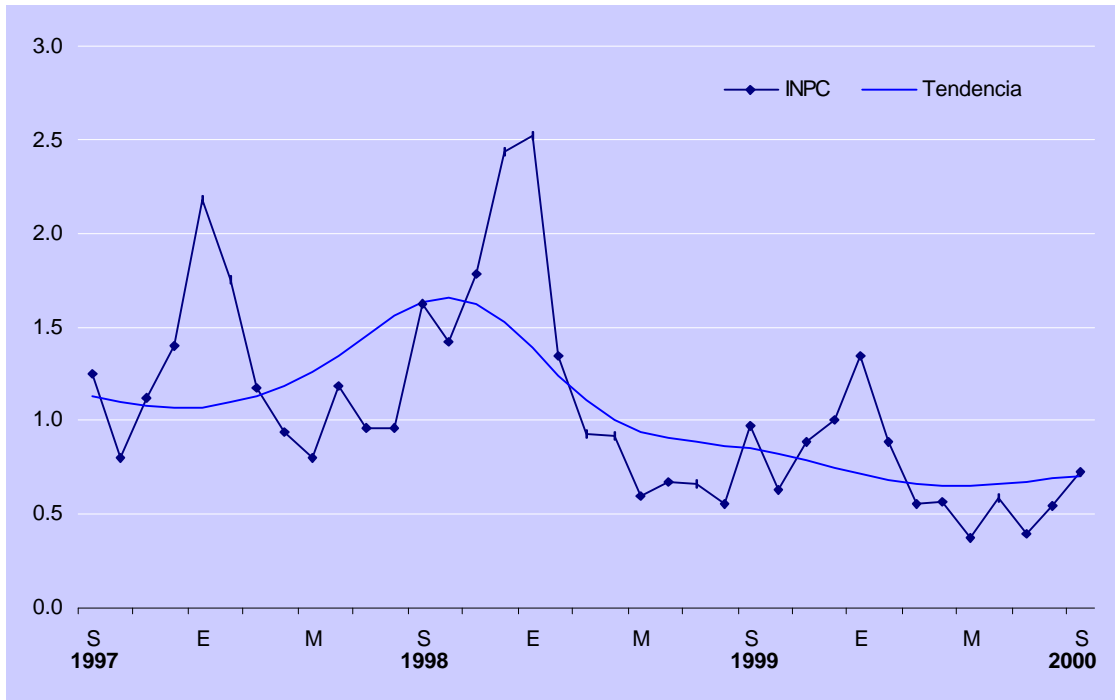
1/ Inflación esperada al final del trimestre previo según la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba el Banco de México.

En el periodo de análisis, la inflación mensual fluctuó en un intervalo similar al observado en el trimestre anterior (Gráfica 2). Asimismo, la serie de tendencia⁴ también mostró un comportamiento relativamente estable.

Gráfica 2

Indice Nacional de Precios al Consumidor

Variación mensual en por ciento



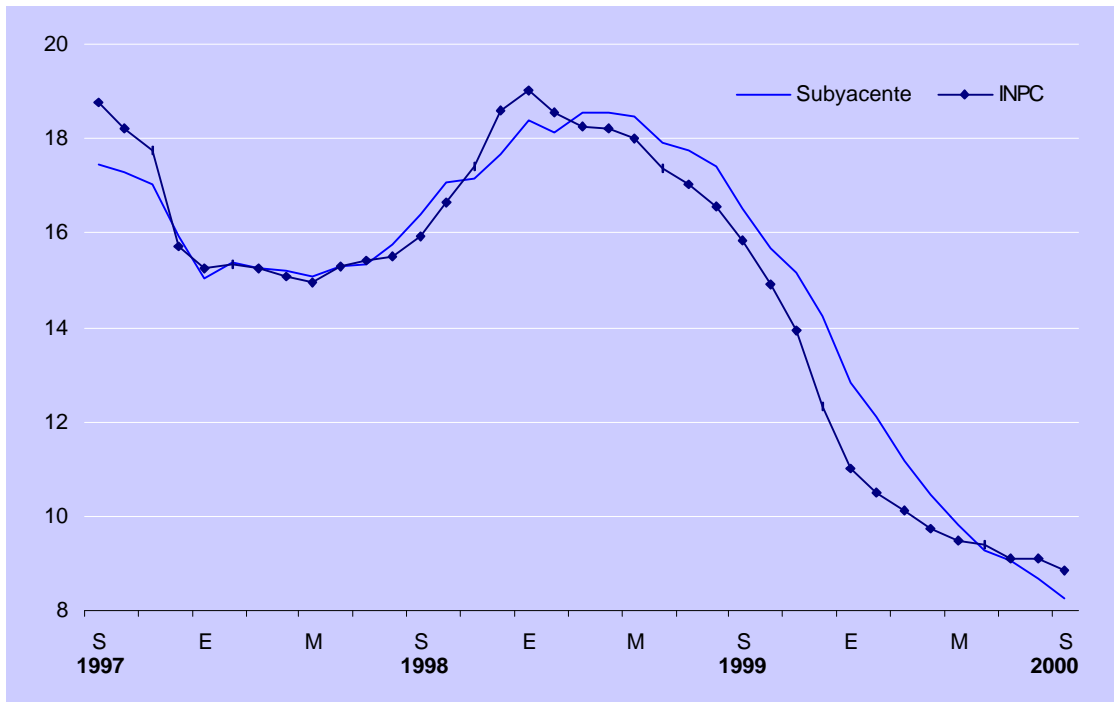
³ Destacan en agosto el incremento mensual de 7.2 por ciento del precio del jitomate, de 10.5 por ciento de la naranja y de 29.4 por ciento en el del aguacate.

⁴ Calculada mediante el proceso estadístico denominado X12 ARIMA. Este método "suaviza" la serie original por medio de la utilización de promedios móviles.

II.1.2. Inflación Subyacente

En el trimestre analizado la inflación subyacente tuvo un desempeño mejor que el de la inflación general y mantuvo un ritmo de descenso similar al observado en los primeros dos trimestres del año. En septiembre de 2000, la tasa de crecimiento anual del índice de precios subyacente resultó de 8.26 por ciento, mientras que en junio había sido de 9.29 por ciento (Gráfica 3). Estos resultados sugieren que el aumento de la inflación anual de los precios de los productos agropecuarios y el incremento del subíndice de precios de los bienes y servicios administrados y concertados por encima de la inflación del INPC no detuvo el proceso general de desinflación (Cuadro 2).

Gráfica 3 Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



Por cuarto mes consecutivo, en septiembre la inflación anual subyacente resultó menor que el crecimiento del INPC. Este hecho indica que el bajo incremento anual de los precios de los productos agropecuarios se ha visto más que compensado por la elevada inflación anual de los precios de los servicios educativos y de los precios administrados y concertados.

La velocidad a la que disminuyeron los precios de los bienes que integran el índice de precios subyacente fue similar a la del trimestre anterior. Esto ha dado lugar a que la inflación subyacente se sitúe en un nivel inferior al de la inflación medida por el INPC.

Cuadro 2

Indices de Precios: INPC, Subyacente, Productos Agropecuarios, Educación y Administrados y Concertados
Variación en por ciento

	Variaciones Anuales			Variaciones Trimestrales		
	Sep-2000/	Jun-2000/	Sep-1999/	Sep-2000/	Jun-2000/	Sep-1999/
	Sep-1999	Jun-1999	Sep-1998	Jun-2000	Mzo-2000	Jun-1999
INPC	8.85	9.41	15.83	1.68	1.54	2.21
Subyacente	8.26	9.29	16.51	1.14	1.38	2.10
Mercancías	7.64	8.55	16.61	0.95	1.16	1.81
Servicios	9.19	10.39	16.36	1.41	1.70	2.53
Agropecuarios	5.42	3.91	8.73	0.77	4.60	-0.67
Educación	15.08	17.66	18.16	12.20	0.71	14.71
Administrados y						
Concertados	12.41	12.54	18.15	2.51	0.32	2.64

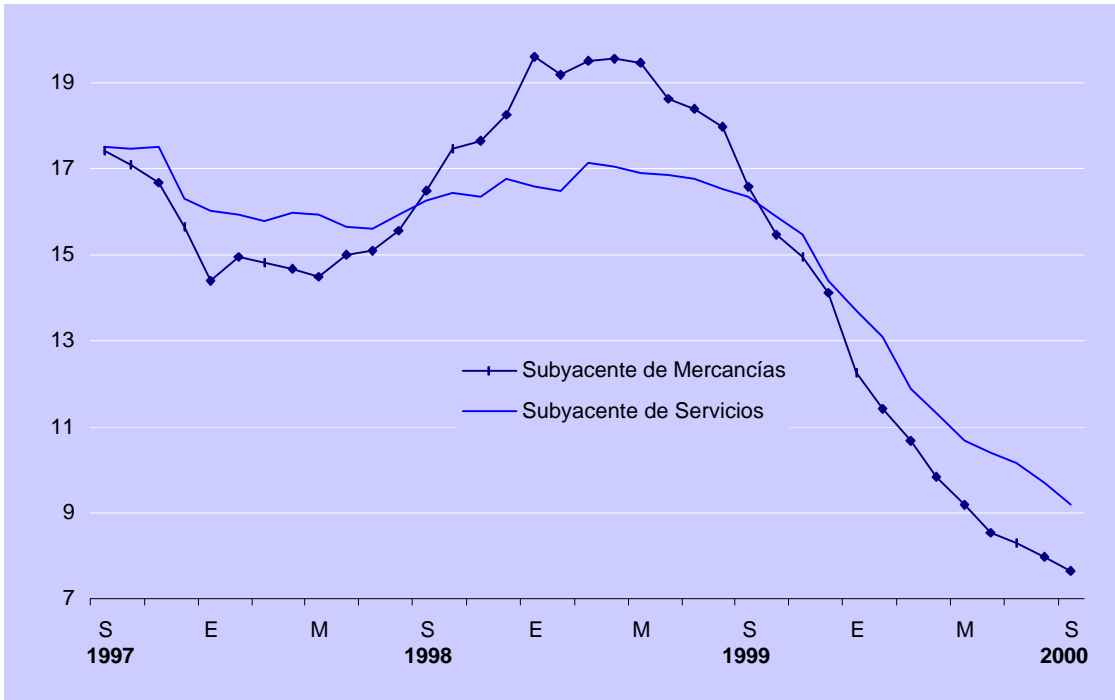
En el trimestre que se reporta, la inflación anual subyacente de las mercancías y de los servicios continuó descendiendo⁵ (Gráfica 4). Así, al mes de septiembre el incremento anual del subíndice de precios subyacente de las mercancías fue 7.64 por ciento, en tanto que había sido de 8.55 por ciento al cierre del trimestre anterior. Esta desaceleración también se manifiesta en los precios del sector servicios los cuales han seguido a los de las mercancías. En septiembre, el índice de precios subyacente de servicios tuvo un crecimiento anual de 9.19 por ciento, lo que contrasta con la tasa de 10.39 por ciento que se registró en junio. La evolución de los precios en el sector de los servicios muestra una clara tendencia a la baja y, aunque la inflación ha sido más aguda que en el sector de las mercancías, su tasa de incremento anual ya se ubica en un nivel inferior a 10 por ciento.

La inflación mensual subyacente, tanto de las mercancías como de los servicios, presenta un panorama similar al descrito anteriormente. Así, en el mes de septiembre la variación mensual de dichos índices fue respectivamente de 0.34 y 0.45 por ciento.

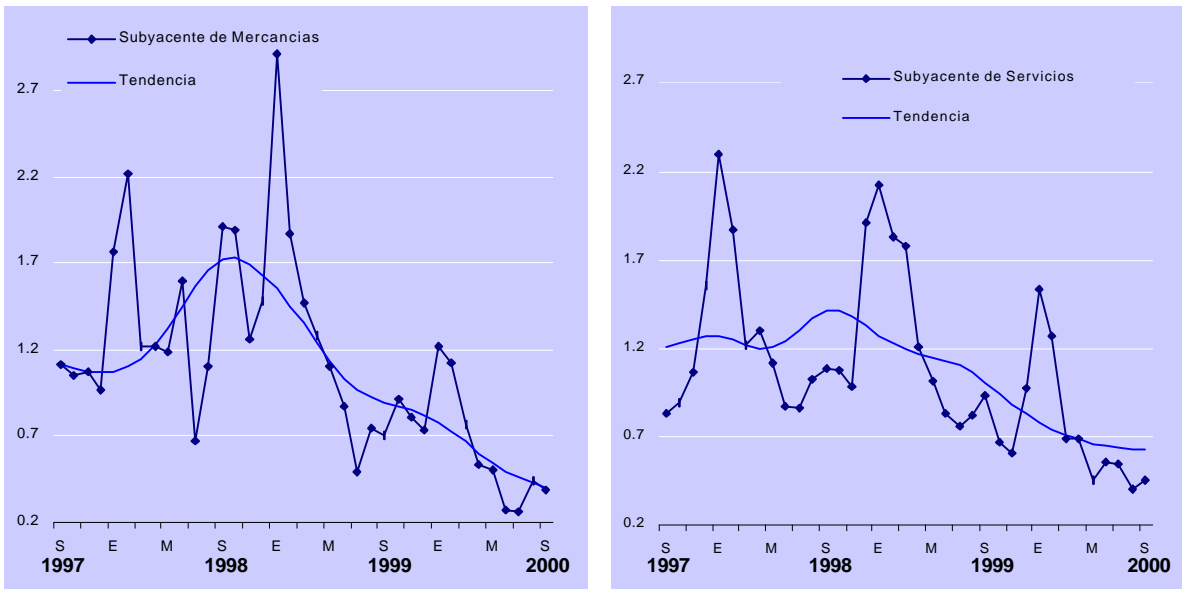
⁵ Los precios de las mercancías son muy sensibles a los movimientos cambiarios, ya que por lo general éstas se comercian internacionalmente. Por otra parte, los precios de los servicios responden principalmente a las expectativas de inflación y a los salarios, dado que en lo fundamental son no comerciables.

Asimismo, el crecimiento mensual de las series de tendencia de ambos índices continúa a la baja (Gráfica 5).

Gráfica 4 **Indíces Subyacentes de Mercancías y de Servicios**
Variación anual en por ciento



Gráfica 5 **Indíces Subyacentes de Mercancías y de Servicios**
Variación mensual en por ciento



El comportamiento favorable del índice subyacente de mercancías se explica en gran medida por la estabilidad que ha mostrado el tipo de cambio durante el año. A su vez, el índice subyacente de servicios se ha visto influido positivamente por la mejoría de las expectativas de inflación y, en menor grado que el índice de las mercancías, por la evolución del tipo de cambio.

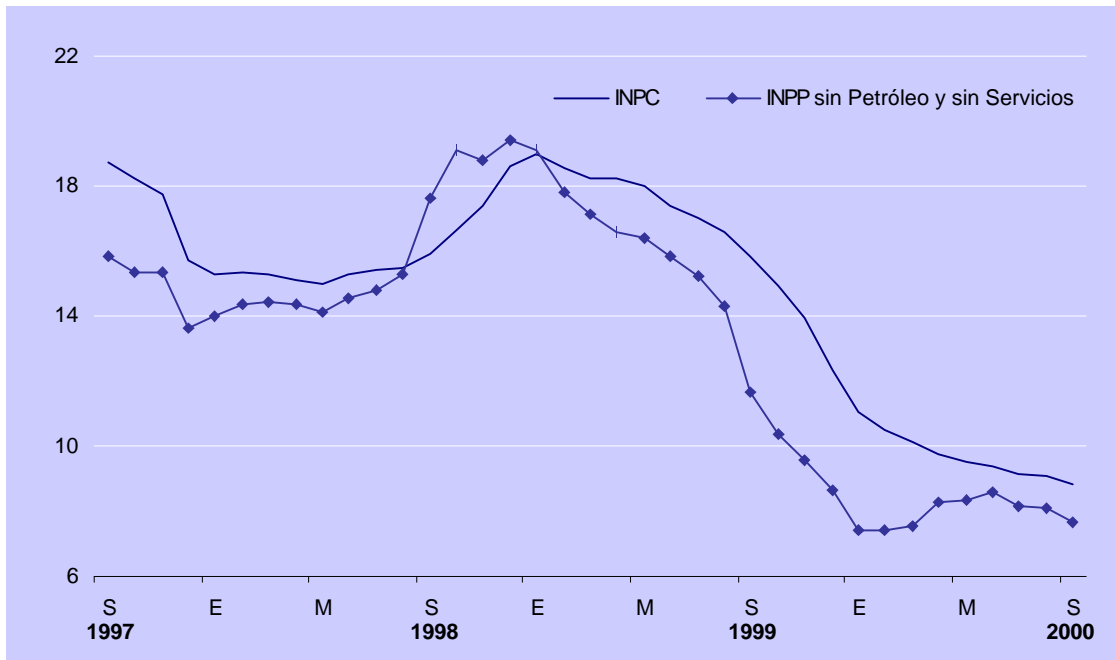
II.1.3. Índice Nacional de Precios Productor

Las variaciones del INPP sin petróleo y sin servicios pueden ser un indicador adelantado de presiones inflacionarias. En el periodo julio–septiembre se interrumpió la tendencia ascendente que mostró en el trimestre anterior la inflación medida por este índice. De esta manera, su tasa de crecimiento anual pasó de 8.59 por ciento en junio a 7.68 por ciento en septiembre (Gráfica 6). No obstante, el crecimiento anual del INPP sin petróleo y sin servicios en el tercer trimestre se ubicó por encima del nivel que alcanzó en el primero. En el período que se reporta, el INPP sin petróleo y sin servicios se vio afectado significativamente por la incidencia indirecta que sobre sus componentes ha tenido la elevación de las cotizaciones del petróleo crudo y del gas natural en los mercados internacionales. En efecto, en los primeros nueve meses del año, aproximadamente el 60 por ciento de la variación del referido INPP se explica por la influencia de tres de sus subíndices que utilizan intensivamente dichos insumos: Industrias Químicas de Petróleo, Caucho y Plástico (con una tasa de crecimiento anual de 14.04 por ciento), Electricidad y Gas (12.75 por ciento) y Construcción (10.20 por ciento)⁶.

⁶ La industria de la construcción resintió el efecto del aumento de las cotizaciones de los materiales para pavimentación.

Gráfica 6

Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Productor sin Petróleo y sin Servicios
Variación anual en por ciento



En síntesis, durante el trimestre julio–septiembre de 2000 la inflación anual de los precios al consumidor, medida tanto por el índice general como por los subyacentes de servicios y de mercancías, se situó por debajo de 10 por ciento. Sin embargo, en el periodo se presentaron algunos fenómenos que advierten respecto de los riesgos de que se contamine el proceso de formación de las expectativas de inflación. Dichos fenómenos son los siguientes:

- (a) la inflación anual de los precios de los bienes administrados y concertados, así como los de la educación, se mantuvo muy por encima de 10 por ciento. Además, el ritmo de crecimiento de dichos precios durante los últimos doce meses no mostró una tendencia descendente tan pronunciada como en el caso del resto de los bienes y servicios de la economía;
- (b) el aumento de la inflación anual de los productos agropecuarios; y
- (c) aunque la tendencia ascendente que presentó el INPP sin petróleo y sin servicios en el segundo trimestre se revirtió en el tercero, todavía no regresa a los niveles observados al inicio del año.

II.2. Principales Determinantes de la Inflación

Como se ha mencionado en los Informes sobre la Inflación anteriores, entre los principales determinantes del incremento de los precios se encuentran los movimientos del tipo de cambio, de los salarios, de los precios administrados y concertados por el sector público, las presiones de demanda agregada y, en el corto plazo, algunos fenómenos transitorios y estacionales como los aumentos de las colegiaturas. A continuación, se describe la evolución de estas variables durante el periodo de estudio.

II.2.1. Entorno Externo y Tipo de Cambio

En el trimestre julio–septiembre de 2000 la evolución de las principales variables externas que influyen sobre el comportamiento de la economía mexicana fue en general favorable, lo que se reflejó en un comportamiento estable del tipo de cambio. Los principales factores positivos de dicho entorno internacional fueron los siguientes: los indicios de una desaceleración gradual del crecimiento económico en los Estados Unidos hacia un nivel sostenible en el mediano plazo, la ausencia de señales sobre posibles presiones inflacionarias en la economía de ese país y el incremento del precio del petróleo. Si bien hasta el momento este último fenómeno ha tenido un impacto benéfico, asociado al mayor valor de las exportaciones petroleras de México, de observarse en el futuro incrementos importantes de los precios del crudo, podría ponerse en riesgo la expansión de la economía mundial y generarse presiones inflacionarias en las economías de las naciones industrializadas. Estos últimos desarrollos repercutirían negativamente sobre la economía mexicana. Además, los mayores precios internacionales de los energéticos se han reflejado en aumentos en los precios nacionales del gas doméstico y de la energía al mayoreo.

A continuación, se analiza el comportamiento de estos elementos externos y el efecto que tuvieron, en el periodo objeto del presente Informe, sobre la economía nacional, los mercados internos y la inflación.

II.2.1.1. Precio del Petróleo

Durante el trimestre julio–septiembre de 2000 el precio internacional del petróleo superó en promedio al observado durante los primeros dos trimestres del año. A finales de junio, la mezcla

mexicana de petróleo de exportación alcanzó una cotización cercana a los 27 dólares por barril. En julio, ese precio exhibió un descenso importante, alcanzando en el mes un nivel promedio de 24.04 dólares por barril. Sin embargo, a raíz de la percepción que se difundió en los mercados sobre el reducido nivel de inventarios en los principales países importadores, durante los siguientes dos meses el precio del crudo se incrementó de manera significativa. De esta manera, en la primera semana de septiembre, el precio correspondiente superó el nivel máximo alcanzado en los últimos 10 años.

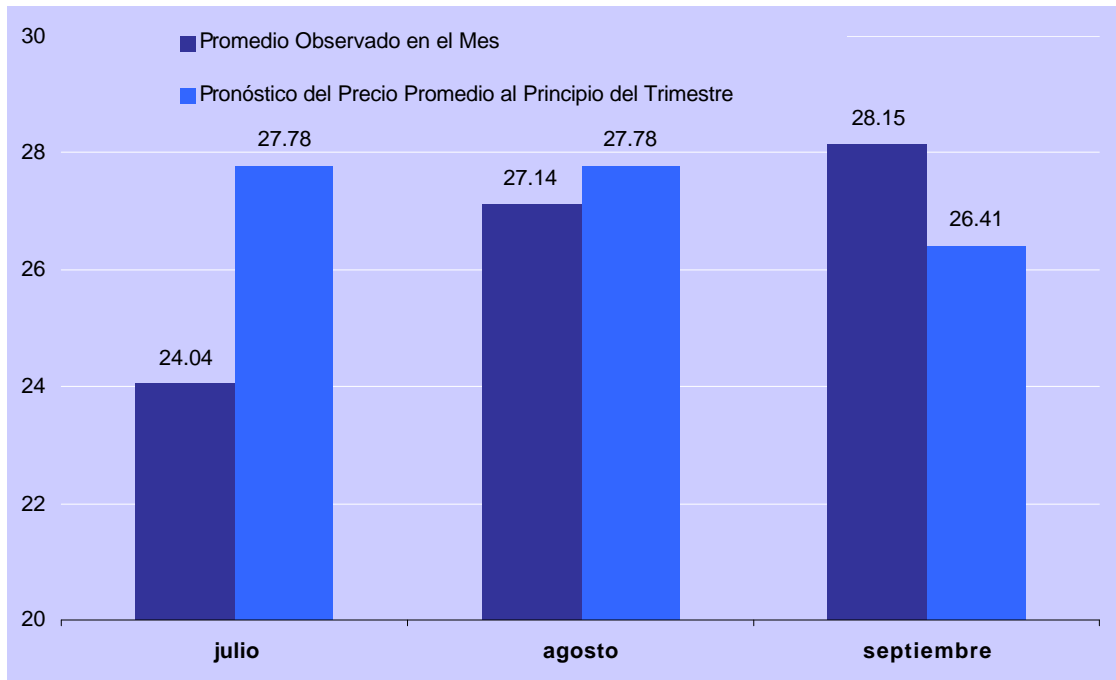
Dada la caída que tuvo en julio el precio internacional del crudo, durante ese mes, y a lo largo de agosto, el precio correspondiente de la mezcla mexicana se situó por debajo del precio implícito en la cotización del futuro prevaleciente al principio del trimestre. Sin embargo, el aumento registrado en agosto y septiembre provocó que durante este último mes el precio promedio de la mezcla mexicana superara a la referida cotización del futuro (Gráfica 7).

El elevado precio internacional del petróleo, que ha prevalecido en lo que va del presente año, ha sido un factor fundamental para contener la ampliación del déficit de la balanza comercial y para mantenerlo en niveles congruentes con la disponibilidad de inversión extranjera de largo plazo. Sin embargo, el incremento de la cotización internacional del gas natural y del gas licuado ha influido sobre sus precios en los mercados nacionales, lo cual ha representado un factor negativo para el proceso de reducción de la inflación. Por otra parte, es claro que la elevación del precio del crudo representa una presión inflacionaria importante en los países industrializados importadores de petróleo. Los altos precios del energético coinciden actualmente con la etapa expansiva del ciclo económico en los países desarrollados. En consecuencia, ese fenómeno se ha materializado en una presión inflacionaria adicional, dando lugar a medidas restrictivas por parte de las autoridades monetarias en algunas de dichas economías. Este fue el caso del Banco Central Europeo (BCE) que a finales de agosto pasado aumentó en 25 puntos base su objetivo de tasa de interés de corto plazo⁷.

⁷ En la primera semana de octubre el BCE volvió a incrementar esta tasa en 75 puntos base.

Gráfica 7

Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo de Exportación en 2000
Dólares por barril

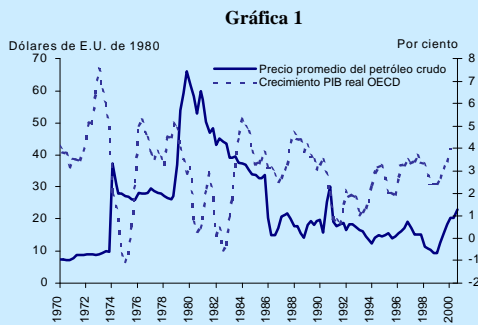


Fuente: Pemex para el precio observado. El pronóstico del precio del petróleo se elabora con el precio del futuro del WTI y su diferencia con la mezcla mexicana de exportación.

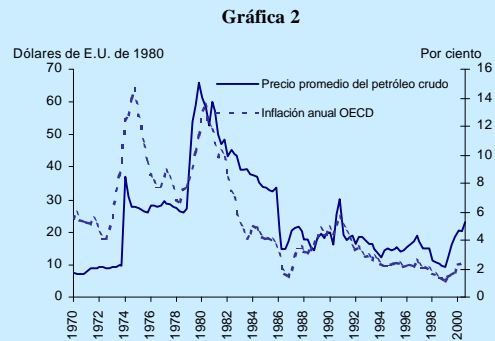
Además, durante la penúltima semana de septiembre los mercados financieros internacionales vivieron jornadas de volatilidad, las cuales estuvieron en gran medida asociadas con los ajustes en el precio del crudo. Lo anterior llevó al gobierno de los Estados Unidos a la decisión de liberar de su reserva estratégica 30 millones de barriles, con un compromiso de recompra en el otoño de 2001. Esta acción condujo a una reducción del precio internacional de aproximadamente 5.50 dólares por barril y a una moderación de las expectativas de movimientos al alza de este precio. Dado que las fluctuaciones del precio del petróleo no han provocado aún una restricción monetaria generalizada en los países industrializados, éstas no han tenido un efecto limitativo sobre el flujo de capitales hacia las economías emergentes. Lo anterior implica que, en el total, el resultado del incremento del precio del petróleo sobre la economía mexicana continúa siendo positivo.

El Impacto del Aumento en el Precio del Petróleo sobre las Economías Industrializadas

La tendencia alcista que ha exhibido el precio del petróleo desde finales de 1998 ha provocado, en fechas recientes, reacciones por parte de los bancos centrales de los países industrializados. Ello, en respuesta al efecto que el elevado precio del petróleo pudiera tener sobre el crecimiento y la inflación en sus respectivas economías. Estas reacciones se justifican por el hecho de que en el pasado los significativos aumentos en el precio internacional del petróleo fueron causa de una caída en la tasa de crecimiento económico. Dichos aumentos precedieron a las tres recesiones globales experimentadas durante los últimos 30 años (Gráfica 1).



Por otra parte, también se ha observado una alta correlación positiva entre el comportamiento del precio internacional del petróleo y la inflación en las economías desarrolladas (Gráfica 2).



La razón por la cual un aumento del precio del petróleo reduce el crecimiento de las economías industrializadas es que éstas son importadoras netas del energético. Sin embargo, no es posible constatar aún el impacto del repunte actual del precio del petróleo sobre el crecimiento en los países desarrollados. Para analizar este efecto debe considerarse que, en términos reales, el aumento del precio experimentado de finales de 1998 a la fecha resulta mucho

menor que los incrementos que tuvieron lugar durante la década de los setenta (Gráfica 1).

También debe considerarse que mientras mayor sea la importación de petróleo mayor será el impacto sobre el ingreso nacional. Al respecto, el cociente de importaciones de petróleo y gas a PIB en los países desarrollados alcanzó un máximo al comenzar la década de los ochenta, cuando las medidas de conservación de energía aún no se cimentaban. Sin embargo, en los años noventa este indicador disminuyó en todas las economías desarrolladas (Cuadro 1). Asimismo, es evidente que Japón y los países de la zona del euro siguen siendo más vulnerables que los Estados Unidos, dados los recursos energéticos con que cuenta esta última economía.

Cuadro 1
Importaciones Netas de Petróleo y Gas
Por ciento del PIB

	1973	1978	1989	1998
Estados Unidos	0.6	1.9	1.0	0.6
Zona del euro	1.5	2.7	1.5	0.8
Japón	1.7	2.9	1.4	0.9
Alemania	1.6	2.6	1.6	0.9
Francia	1.3	2.6	1.5	0.8
Italia	1.5	3.1	1.5	0.7
Inglaterra	1.8	1.5	0.0	-0.4
Canadá	-0.4	-0.3	-0.9	-1.5
OECD	1.1	2.4	1.3	0.7

La disminución de las importaciones petroleras como proporción del PIB implica que si bien es probable que el incremento del precio provoque una atenuación del crecimiento, el efecto del deterioro en los términos de intercambio debiera ser menor que el que tuvo lugar en episodios anteriores. Es también importante notar que los principales analistas del sector petrolero anticipan que el aumento en el precio ocurrido en los pasados dos años se revertirá con mayor rapidez que en el pasado.

Por otra parte, en el episodio actual de precios alcistas, la inflación anual en los países miembros de la OCDE ha rebasado el nivel de 2 por ciento (Gráfica 2). Lo que no es evidente aún es si el incremento registrado por el nivel de precios se traducirá en una expectativa de inflación aún mayor, tal como sucedió en los episodios de los años setenta. Sin embargo, dada la mayor autonomía y credibilidad de que gozan hoy en día los bancos centrales de los países desarrollados, es probable que esta vez la reacción de la política monetaria no valide el deterioro de las expectativas de inflación. Evidencia de ello es el reciente incremento acordado de la tasa de interés de corto plazo por parte del Banco Central Europeo.

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 2000 (4.8 por ciento) fue seguida por un

crecimiento de 5.6 por ciento durante el segundo trimestre. Este último resultado estuvo caracterizado por un incremento más pausado del gasto de consumo, lo que representó la evidencia inicial de un debilitamiento en el ritmo de expansión de la demanda agregada en ese país. Durante el tercer trimestre se dieron a conocer diversas cifras relativas al gasto privado que confirman una desaceleración del gasto total. Los indicadores del mercado de vivienda y de las erogaciones en bienes durables, dados a conocer durante julio y agosto, sugieren una demanda agregada menos vigorosa en los Estados Unidos.⁸

Las estadísticas del mercado laboral aportan evidencia adicional de que la expansión de la economía estadounidense se está acercando, de manera gradual, a un ritmo que se considera sostenible en el mediano plazo. En julio y agosto se reportó una estabilización en la tasa de desempleo, aunque en septiembre ésta se redujo a 3.9 por ciento. Sin embargo, el espectacular crecimiento de la productividad y el dinamismo de la inversión registrados en los últimos años se han contado entre los principales motivos que explican la ausencia de presiones inflacionarias.⁹

Los indicadores mencionados anteriormente han dado lugar a una percepción más generalizada sobre la posibilidad de que la economía de los Estados Unidos en efecto realice un "aterrizaje" suave a su tasa de crecimiento de largo plazo. Lo señalado se reflejó en la decisión de la Reserva Federal de no modificar su objetivo para la tasa de fondos federales en sus reuniones de junio y agosto¹⁰. Con ello se suspendió, al menos temporalmente, el patrón de intensificación de la restricción monetaria que se había venido observando desde un año atrás.

Dichos fenómenos contribuyeron a que la situación en los mercados internacionales de capital durante el tercer trimestre de 2000 se haya caracterizado por una relativa calma. Esto es, durante los pasados meses no se ha suscitado la clase de presiones que se

⁸ Durante junio, julio y agosto se reportaron caídas en los indicadores de vivienda. Los inicios de construcción de casas privadas disminuyeron a una tasa desestacionalizada anual de 3 por ciento durante junio y julio, y las ventas de casas nuevas bajaron a una tasa desestacionalizada de 4 por ciento durante junio. Estas observaciones llevaron a los indicadores del mercado de vivienda al menor nivel reportado en los últimos 18 meses. Por otro lado, durante julio los órdenes de bienes durables se incrementaron a una tasa anual de 8.1 por ciento, la menor reportada para este indicador mensual en los últimos 10 años.

⁹ La tasa de desempleo se mantuvo en un nivel de 4 por ciento durante julio y aumentó a 4.1 por ciento durante agosto. Por su parte, la productividad de la mano de obra creció a una tasa anualizada de 5.7 por ciento durante el segundo trimestre de 2000.

¹⁰ En su reunión de la primera semana de octubre la Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo nuevamente sin cambio su tasa de referencia.

registraron en la primera mitad del año y ello, obviamente, ayudó a reducir la variabilidad promedio de las tasas de interés en los Estados Unidos. Este factor ha aminorado las presiones sobre los flujos de capital hacia las economías emergentes, coadyuvando a la estabilidad de las variables financieras de México, en especial del tipo de cambio.

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

La evolución reciente del resto de las economías del mundo ha sido en general favorable (Cuadro 3). En la zona del euro, se espera en 2000 un crecimiento de aproximadamente 3.5 por ciento, el más alto en los últimos años. Sin embargo, las presiones inflacionarias provocadas por la presente expansión, el elevado precio de los energéticos y la depreciación del euro dieron lugar a una modificación en la postura de política monetaria. Así, en agosto, el Banco Central Europeo volvió a incrementar su objetivo para la tasa de interés de corto plazo. Además, a finales de septiembre dicho banco central llevó a cabo una intervención conjunta, con el Banco de Japón, la Reserva Federal de los Estados Unidos, el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá para detener la depreciación del euro, el cual desde su aparición había perdido el 25 por ciento de su valor. Si bien existen algunos signos de desaceleración en el área del euro, la depreciación de dicha moneda podría estimular el dinamismo del sector exportador.

Aunque en Japón también se experimentará el crecimiento más alto de los últimos años, la disminución de la calificación de la deuda pública japonesa por parte de la agencia Moody's, en septiembre, es un reflejo de la incertidumbre que aún subsiste acerca de la recuperación económica en ese país. Con respecto a las economías de Asia recientemente industrializadas, éstas presentan señales de una ligera desaceleración después del robusto crecimiento observado durante la primera mitad del año.

Finalmente, en Latinoamérica los riesgos de perturbaciones adversas provenientes del exterior se han reducido. Por ello se anticipa que la dispersión de las tasas de crecimiento de las economías de la región disminuya durante el resto de 2000 y a lo largo de 2001. Sin embargo, cabe destacar que la recuperación económica que se esperaba en Argentina no se ha materializado y que las presiones especulativas en los mercados financieros de ese país se han agudizado.

Cuadro 3

Crecimiento Económico Mundial
Variaciones anuales en por ciento

	1998	1999	2000 p/	2001 p/
Principales Países Industrializados				
Estados Unidos	4.4	4.2	5.2	3.2
Japón	-2.5	0.2	1.4	1.8
Alemania	2.1	1.6	2.9	3.3
Francia	3.2	2.9	3.5	3.5
Reino Unido	2.6	2.1	3.1	2.8
Canadá	3.3	4.5	4.7	2.8
Zona del euro	2.7	2.4	3.5	3.4
Países en desarrollo				
Asia	4.1	5.9	6.7	6.6
Medio Oriente y Europa	3.1	0.8	4.7	4.1
América Latina y el Caribe	2.2	0.3	4.3	4.5

p/ Proyectado
Fuente: *World Economic Outlook*, FMI, septiembre de 2000

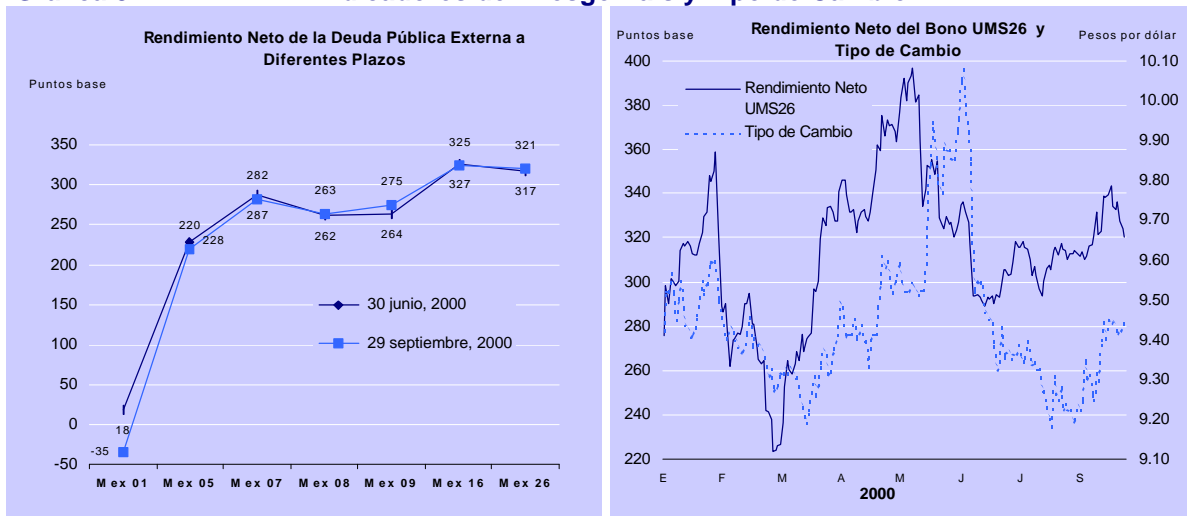
II.2.1.4. Impacto del Entorno Externo sobre la Economía Nacional

El entorno externo influye en el desempeño de la economía nacional y sobre la evolución de la inflación a través de su repercusión sobre la balanza comercial, la cuenta de capitales y el tipo de cambio. La expansión de la economía de los Estados Unidos durante el tercer trimestre de 2000 y la elevación del precio del petróleo influyeron de forma positiva sobre la cuenta comercial de México. No obstante la desaceleración que ha mostrado el consumo en los Estados Unidos, las exportaciones, totales, petroleras y manufactureras, acumuladas al mes de agosto aumentaron a tasas anuales de 24.3, 97.8 y 19.7 por ciento respectivamente. Asimismo, las importaciones totales crecieron en el mismo período a una tasa anual de 24.6 por ciento. De esta forma, el déficit acumulado en la balanza comercial llegó en agosto a 3,832 millones de dólares, 33.7 por ciento superior al observado en el mismo periodo del año anterior.

Por otro lado, las condiciones prevalecientes en los mercados financieros internacionales también incidieron favorablemente sobre los flujos de capital hacia el país. Durante el tercer trimestre de 2000 el rendimiento neto de los bonos que coloca el gobierno mexicano en los mercados internacionales de capital se mantuvo en niveles reducidos con relación a su promedio histórico. A raíz de la celebración de las elecciones presidenciales en un ambiente de orden, durante la primera semana de julio disminuyó el

rendimiento neto de la deuda externa mexicana. De esta manera, una mayor oferta de recursos externos para México indujo durante las dos primeras semanas de ese mes una apreciación del tipo de cambio. Desde entonces, el rendimiento neto de la deuda externa mexicana se ha mantenido estable en un intervalo entre 300 y 340 puntos base. Sin embargo, el tipo de cambio continuó apreciándose hasta situarse por debajo de los 9.30 pesos por dólar. Esta tendencia hacia la apreciación no parece haber estado asociada con movimientos en el rendimiento neto de la deuda mexicana, sino con el aumento que experimentó el precio del petróleo durante la primera semana de agosto. El incremento de dicho precio en la tercera semana de septiembre generó alzas en las tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos, así como un deterioro en la percepción del riesgo país para México. Lo anterior influyó sobre los mercados nacionales revirtiendo parte de la apreciación del tipo de cambio y presionando al alza las tasas de interés (Gráfica 8).

Gráfica 8 Indicadores del Riesgo País y Tipo de Cambio



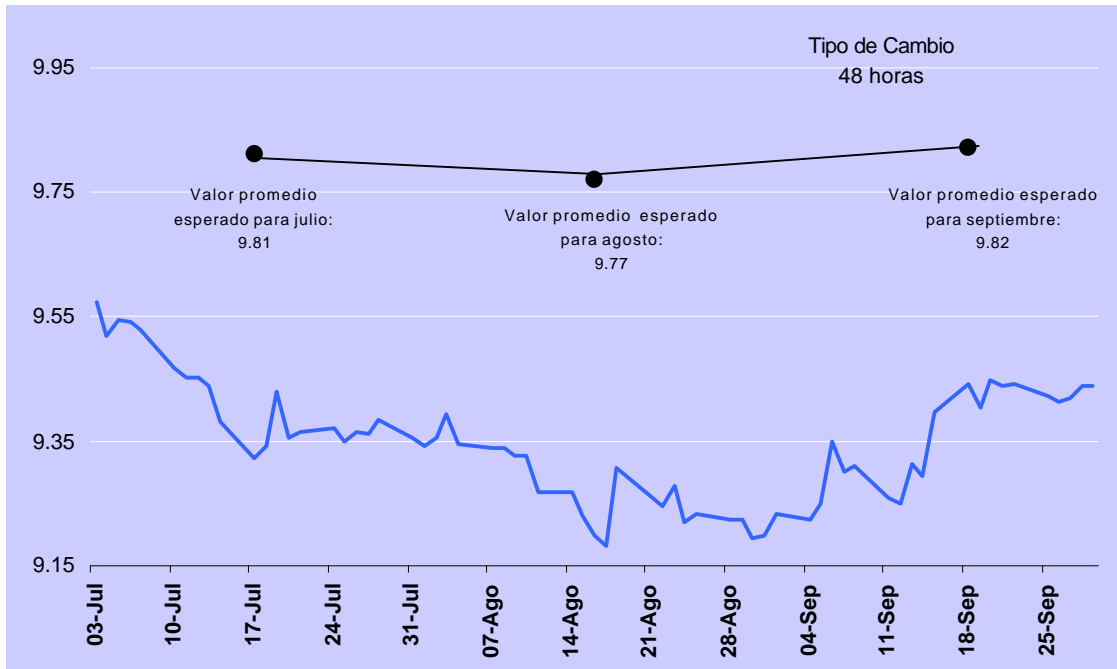
Fuente: Bloomberg y Banco de México.

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

Durante el trimestre julio–septiembre el tipo de cambio registró una apreciación con respecto a su nivel del cierre del trimestre anterior. La relativa calma en los mercados internacionales de capital, así como los efectos favorables de la celebración ordenada de los comicios y del incremento de los precios del petróleo, dieron lugar a que en julio y agosto el comportamiento del tipo de cambio se caracterizara por pequeñas apreciaciones, seguidas por lapsos de estabilidad. Sin embargo en septiembre, ante una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales provocada por la

persistencia del aumento del precio del petróleo, se revirtió parte de la apreciación del tipo de cambio registrada en los dos meses precedentes para cerrar el trimestre en un nivel de 9.44 pesos por dólar. Como quiera, en el trimestre reportado el tipo de cambio se mantuvo por debajo del valor promedio pronosticado por los analistas del sector privado al principio del período (Gráfica 9).

Gráfica 9 Tipo de Cambio Observado y Esperado en Julio–Septiembre de 2000
Pesos por dólar



En resumen, la apreciación del tipo de cambio del peso respecto del dólar y la disminución del rendimiento neto de la deuda externa mexicana que tuvieron lugar en el tercer trimestre del año fueron reflejo de un entorno externo benigno y de un desempeño satisfactorio de la economía nacional. Los factores que propiciaron el comportamiento descrito fueron los siguientes: los indicios de una desaceleración gradual de la economía norteamericana, el repunte del precio internacional del petróleo y la mayor oferta de recursos externos para México. En consecuencia, la evolución del tipo de cambio constituyó un factor coadyuvante del descenso de la inflación en el período objeto de este Informe.

II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo

Como se comentó en los Informes sobre la Inflación precedentes, entre los principales factores que influyen sobre el movimiento de los precios en una economía sobresalen el comportamiento de los salarios y del empleo. A continuación se presenta un análisis de la evolución de estas variables durante el tercer trimestre de 2000.

II.2.2.1. Remuneraciones

Las estadísticas sobre las remuneraciones pagadas, el empleo y la producción en la industria manufacturera se publican con un rezago considerable. Por ello, para la realización del siguiente análisis solamente se contaba con datos al mes de julio. En dicho mes, las remuneraciones nominales por trabajador crecieron entre 14.1 y 16.9 por ciento en los sectores para los cuales se cuenta con información.¹¹ Al respecto resulta importante destacar que, con excepción del caso de la industria de la construcción, en el segundo trimestre del año las remuneraciones nominales pagadas aumentaron en mayor proporción que el incremento de los precios. Por tanto, en julio el crecimiento anual de las remuneraciones reales por trabajador se ubicó en un intervalo de 3.3 a 7.2 por ciento, dependiendo de la rama de la producción reportada (Cuadro 4).

Cuadro 4

Remuneraciones Nominales y Reales por Trabajador Variaciones anuales en por ciento

	Variación Nominal								Variación Real							
	2000								2000							
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul		
Industria Manufacturera	16.0	15.8	14.1	16.6	16.1	16.8	14.9	4.5	4.8	3.7	6.3	6.0	6.8	5.3		
Industria Maquiladora	16.1	16.2	16.2	12.2	20.5	17.7	16.9	4.6	5.2	5.6	2.3	10.1	7.5	7.2		
Industria de la Construcción	8.5	5.7	6.1	5.3	4.6	n.d.	n.d.	-2.3	-4.3	-3.7	-4.0	-4.4	n.d.	n.d.		
Sector Comercio al Mayoreo	16.7	19.2	18.3	18.3	17.3	19.6	12.7	5.1	7.9	7.4	7.8	7.2	9.3	3.3		
Sector Comercio al Menudeo	15.9	18.3	17.1	16.3	15.2	19.9	14.1	4.4	7.1	6.4	6.0	5.2	9.5	4.6		

Fuente: Elaborado con información del INEGI

¹¹ En el caso de la industria de la construcción se dispone de información únicamente hasta mayo de 2000.

Como se ha mencionado en los dos informes trimestrales previos, desde finales de 1998 las revisiones salariales contractuales se han basado en expectativas de inflación demasiado altas. A la postre, ello se ha traducido en aumentos de las percepciones reales por encima de la productividad y, por tanto, en incrementos de los costos unitarios de la mano de obra (Cuadro 5). Con respecto a esto último, durante 2000 los costos unitarios de la mano de obra en las industrias maquiladora y de la construcción han experimentado tasas de crecimiento positivas. De los tres sectores restantes, dos de ellos registraron en julio incrementos en dicho indicador. Sin embargo, debido a la volatilidad de esta variable resulta difícil detectar sin ambigüedad la presencia de una tendencia.

Cuadro 5

Costos Unitarios de la Mano de Obra y Producto por Trabajador
Variaciones anuales en por ciento

	Costos Unitarios de la Mano de Obra							Producto por Trabajador						
	2000							2000						
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul
Industria Manufacturera	-2.5	-3.4	-3.1	4.3	-1.4	1.8	0.7	7.2	8.5	6.9	1.9	7.5	4.9	4.5
Industria Maquiladora	3.1	1.7	5.5	0.8	7.1	7.6	5.9	1.5	3.4	0.1	1.5	2.8	-0.1	1.2
Industria de la Construcción	13.9	17.3	5.7	12.2	6.2	n.d.	n.d.	-14.2	-18.5	-8.9	-14.4	-10.0	n.d.	n.d.
Sector Comercio al Mayoreo	0.8	-0.8	5.1	9.0	-1.9	5.1	1.5	4.3	8.7	2.2	-1.1	9.3	4.0	1.7
Sector Comercio al Menudeo	-2.7	-6.2	6.8	-2.2	-4.1	7.8	-1.2	7.3	14.2	-0.4	8.4	9.7	1.6	5.9

Fuente: Elaborado con información del INEGI

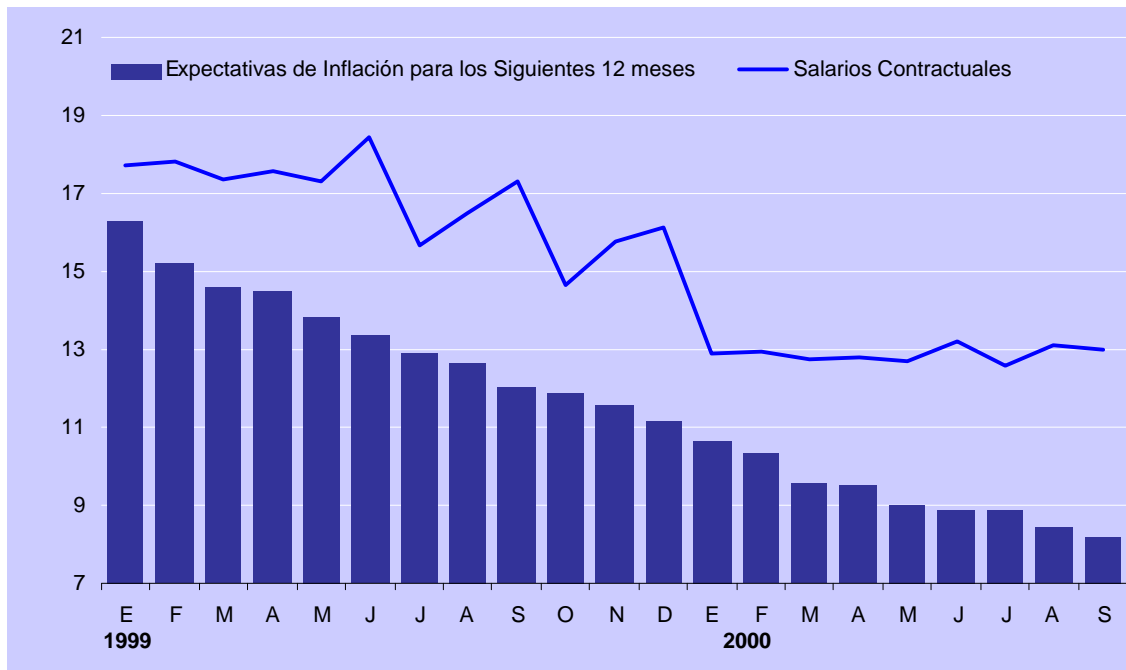
La información disponible sugiere que en el trimestre analizado se redujo el crecimiento de los salarios reales y de la productividad. Sin embargo, la desaceleración de la productividad fue aún mayor, por lo que los costos unitarios de la mano de obra se incrementaron en casi todos los sectores. De confirmarse esta tendencia, eventualmente los aumentos aludidos podrían transformarse en presiones inflacionarias adicionales.

II.2.2.2. Salarios Contractuales

Al momento de publicar el presente documento, las únicas estadísticas disponibles que cubren la totalidad del tercer trimestre de 2000 son las relativas a las revisiones salariales contractuales. En la medida en que los salarios se mantienen vigentes durante los 12 meses siguientes a su revisión, los incrementos salariales contractuales influyen sobre las remuneraciones durante ese lapso. El aumento nominal promedio de los salarios contractuales en el primer

semestre de 2000 fue de 12.9 por ciento, mientras que las expectativas de inflación para los siguientes 12 meses promediaron en el período 9.7 por ciento. Durante el tercer trimestre de 2000, los aumentos de los salarios contractuales nominales fueron en promedio de 13 por ciento, mientras que la inflación esperada para los 12 meses posteriores se ubicó en 8.5 por ciento (Gráfica 10). Esto significa que en el transcurso del año se han ido elevando los aumentos *ex-ante* de los salarios reales.

Gráfica 10 Salarios Contractuales e Inflación Esperada para los Sigüientes 12 Meses
Variación anual en por ciento



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

Al analizar la evolución de los salarios contractuales para los diferentes sectores de la economía se confirma que no se ha moderado el elevado crecimiento nominal de los mismos. En los sectores que producen manufacturas (principalmente bienes comerciables internacionalmente), el aumento de los salarios contractuales se encontraba hasta septiembre en un intervalo de 12.5 a 14.0 por ciento. Por su parte, en otros sectores dicho incremento se ha mantenido estable a lo largo del año, en alrededor de 12.5 por ciento, con excepción de los meses de julio y septiembre en que experimentaron un aumento superior a ese promedio (Cuadro 6).

Cuadro 6

Salarios Contractuales por Sectores
Variaciones anuales en por ciento

	2000								
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep
Manufacturas	13.4	13.6	13.3	14.0	13.8	13.9	12.5	13.9	13.3
Otros Sectores	12.4	12.2	12.3	12.3	12.1	12.5	13.8	12.2	13.8

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

En conclusión, la tendencia reciente de los salarios presenta algunos aspectos que deben observarse con cuidado:

- a) el crecimiento de los salarios nominales se ha reflejado, para la mayoría de los sectores, en un aumento de los costos unitarios de la mano de obra;
- b) la reducción de las expectativas de inflación, junto con la estabilidad de la tasa de crecimiento de los salarios nominales contractuales, ha dado lugar a un aumento de la tasa de incremento esperada de las percepciones reales por encima del nivel que se considera como sostenible para la productividad en el mediano plazo; y
- c) por dos trimestres consecutivos, los incrementos nominales otorgados en las negociaciones salariales han sido mayores que los pronosticados por los analistas del sector privado.¹²

De consolidarse las tendencias anteriores, muy probablemente las empresas buscarían trasladar el aumento de los costos unitarios de la mano de obra a los precios de sus productos. Ello, con la intención de evitar que dicho aumento incida en una reducción de sus utilidades. Como se mencionó en el Informe sobre la Inflación Abril–Junio 2000, es necesario hacer un seguimiento muy cuidadoso de los resultados de las negociaciones salariales y de la evolución de los costos unitarios de la mano de obra. Lo anterior, a fin de evaluar si el comportamiento reciente de estas variables es sostenible en el futuro y si el aumento de los costos unitarios se está trasladando a los precios al consumidor.

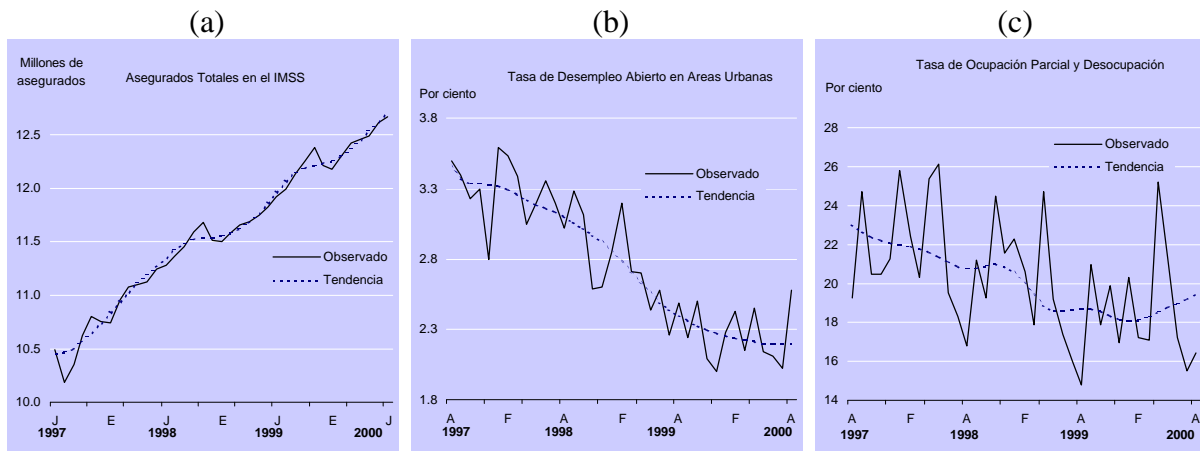
II.2.2.3. Empleo

Durante el tercer trimestre del año en curso se mantuvo el dinamismo del empleo. Así, la tasa de crecimiento anual de éste pasó

¹² Reportados en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado levantada por el Banco de México.

de 6.6 por ciento en el primer semestre a 6.2 por ciento en el tercer trimestre. Del final de diciembre de 1999 al cierre de septiembre de 2000, el número de asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se incrementó en 628,773 trabajadores, con lo cual el número total de asegurados llegó a 12,645,693 (Gráfica 11a). En cuanto a la tasa de desempleo, en los primeros ocho meses del año, ésta se ubicó entre 2.03 y 2.58 por ciento, alcanzando en julio su mínimo histórico. Sin embargo, en agosto, dicha tasa registró un repunte importante (Gráfica 11b). Por su parte, la tendencia de la tasa de ocupación parcial y de desocupación (ocupados menos de 35 horas por semana) exhibió un ligero incremento (Gráfica 11c).

Gráfica 11 **Indicadores de Empleo y Desempleo**
Series de Tendencia



De acuerdo con la información disponible, en el periodo de estudio los indicadores de empleo y de desempleo mostraron un panorama favorable. El empleo ha continuado creciendo a una tasa prácticamente constante, mientras que la tasa de desempleo abierto mostró un repunte, aunque todavía se encuentra en niveles históricamente bajos. Este repunte puede deberse a la moderada desaceleración de la actividad económica que recientemente han sugerido algunos indicadores. Finalmente, los mercados laborales regionales presentan situaciones muy diversas y en algunas zonas del país se reporta escasez de mano de obra, en particular calificada.

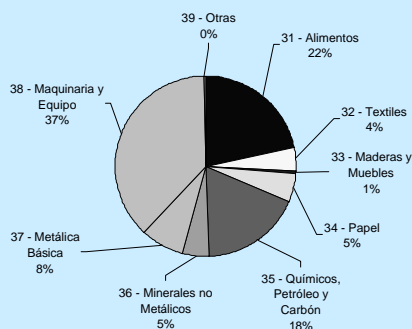
La Productividad en el Sector Industrial de México

En esta sección se presenta un panorama general del comportamiento reciente de la productividad en las principales ramas industriales. La fuente de datos utilizada para este análisis es la Encuesta Industrial Mensual (EIM) que levanta el Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI). En dicha encuesta no se incluye a la industria maquiladora. El análisis que se lleva a cabo se concentra en la clasificación de los subsectores a dos dígitos, la cual se presenta a continuación:

- 31. Productos alimenticios, bebidas y tabacos.
- 32. Textiles, prendas de vestir e industria del cuero.
- 33. Industria de la madera y productos de madera (incluye muebles).
- 34. Papel y productos de papel, imprentas y editoriales.
- 35. Sustancias químicas, productos derivados del petróleo y del carbón.
- 36. Productos minerales no metálicos (excluye los derivados del petróleo y del carbón).
- 37. Industrias metálicas básicas.
- 38. Productos metálicos, maquinaria y equipo (incluye instrumentos quirúrgicos y de precisión e industria automotriz).
- 39. Otras industrias manufactureras.

Tomando en cuenta el producto industrial a junio de 2000, la importancia de cada uno de los subsectores mencionados dentro del producto total se muestra en la Gráfica 1.

Gráfica 1
IMPORTANCIA RELATIVA DE CADA SUBSECTOR INDUSTRIAL

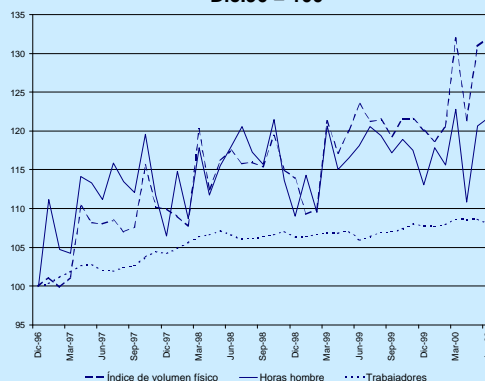


Para cada uno de los subsectores señalados, la EIM mide las principales variables indicativas de la actividad industrial. Las variables que se analizan en esta sección son el índice de personal ocupado –que incluye a obreros y empleados– y el índice de horas hombre trabajadas. Como medida del nivel de producción se considera el “Índice de Volumen Físico de la Producción Manufacturera – Industrias de Transformación” que

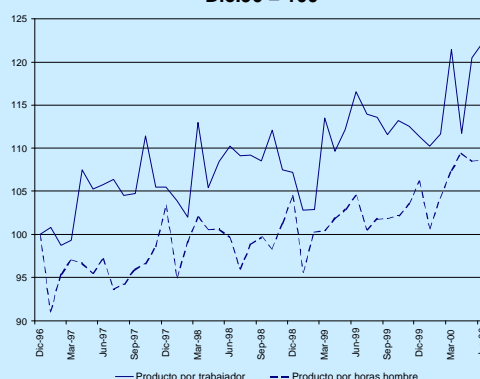
también publica el INEGI (Gráfica 2). Con base en los datos anteriores se calculan dos indicadores de productividad. El primero mide el producto por trabajador y el segundo el producto por hora-hombre trabajada (Gráfica 3).

Para el análisis que sigue, los datos utilizados incluyen cifras de diciembre de 1996 a junio de 2000. Dicho periodo se definió a fin de evitar la distorsión estadística generada por la crisis de 1995 y la subsecuente recuperación durante los meses iniciales de 1996.

Gráfica 2
EMPLEO Y PRODUCTO
Dic.96 = 100



Gráfica 3
PRODUCTIVIDAD
Dic.96 = 100



En el Cuadro 1 puede observarse que en el periodo de análisis el número de trabajadores muestra un incremento anual promedio de 1.91 por ciento. El subsector que ha registrado mayor crecimiento en el empleo, 5.06 por ciento, ha sido el de Otras Industrias Manufactureras (39). El total de trabajadores en el subsector de Muebles y Madera (33) presenta una contracción anual promedio de 1.54 por ciento. Por su parte, el número de horas hombre

trabajadas muestra un incremento anual promedio de 3.04 por ciento, el cual es muy superior al registrado por el número de trabajadores. El subsector de Metálica Básica presenta una reducción de 0.03 por ciento.

El producto presenta en el periodo un aumento anual promedio significativo de 6.92 por ciento. Los subsectores con mayor crecimiento son el de Maquinaria y Equipo (38) y el de Otras Industrias Manufactureras (39) con 11.18 por ciento y 9.23 por ciento, respectivamente. La producción del subsector de Madera y Muebles (33) registró una reducción de 0.88 por ciento.

La productividad, calculada mediante el cociente del índice de volumen físico entre el índice del número de trabajadores, presenta un incremento anual promedio de 4.92 por ciento. La productividad, que se estima mediante el cociente del índice de volumen físico entre el índice de horas hombre trabajadas, mostró un incremento anual

promedio menor, de 3.77 por ciento. La diferencia entre las estimaciones de la productividad es además heterogénea entre los subsectores analizados. Por ejemplo, los subsectores de Maquinaria y Equipo (38) y Madera y Muebles (33) presentan para la primera medida incrementos de 6.35 por ciento y 0.67 por ciento, mientras que con la segunda los incrementos resultan de 4.97 por ciento y -1.33 por ciento.

Los resultados anteriores parecen sugerir que una fracción del incremento del producto se ha logrado con base en un mayor número de horas trabajadas por trabajador y no sólo por incrementos en la productividad. Además, las variaciones en la medición no solamente son susceptibles de ser afectadas por el índice que se utilice, sino también por las características del subsector específico que se esté estudiando.

Cuadro 1
Empleo, Producto y Productividad
Variación Anual en por ciento*

Sector	Alimentos		Textiles	Madera y	Papel	Petróleo	Química	Minerales	Metálica	Maquinaria	Otras
	Industrial y Bebidas	31	32	Muebles	34	y Carbón	no	Básica	y Equipo		
Año	3	31	32	33	34	35	36	37	38	39	
Trabajadores	1997	4.22	0.83	1.83	1.93	4.05	4.08	1.75	6.67	12.17	4.87
	1998	1.98	2.77	1.47	-0.63	-0.86	1.96	1.85	-1.21	3.13	1.46
	1999	1.42	1.29	2.40	-4.34	2.95	-0.10	-1.21	-1.22	3.13	4.29
	Jun-2000	1.94	0.41	0.92	-2.28	2.36	0.51	1.82	2.85	4.23	11.44
	Promedio	1.91	1.29	1.04	-1.54	1.55	1.13	1.30	-0.07	4.54	5.06
Horas	1997	6.46	2.18	4.30	-1.00	6.49	5.53	6.28	7.97	19.10	2.29
	1998	2.42	2.65	1.26	2.02	0.11	3.46	2.47	-1.09	3.03	7.27
	1999	3.66	2.17	4.44	-2.75	4.98	1.50	3.85	0.61	6.94	10.22
	Jun-2000	2.98	0.30	2.86	-1.44	3.33	0.10	3.84	3.26	7.00	12.61
	Promedio	3.04	1.65	2.65	0.46	2.73	1.64	3.10	-0.03	5.92	5.98
Producto	1997	10.01	5.16	6.67	7.52	9.89	5.58	2.20	12.22	23.13	9.01
	1998	3.55	4.66	-5.67	2.20	2.85	6.93	3.37	-7.11	4.78	17.26
	1999	5.35	5.41	4.99	0.89	5.22	2.30	5.87	11.23	7.47	-5.71
	Jun-2000	6.92	2.72	7.35	-3.30	-0.87	4.45	7.51	5.46	13.80	19.79
	Promedio	6.92	6.21	3.81	-0.88	5.09	6.15	5.08	2.86	11.18	9.23
Producto por	1997	5.56	4.29	4.75	5.48	5.61	1.44	0.44	5.20	9.77	3.95
	1998	1.55	1.84	-7.04	2.85	3.75	4.88	1.49	-5.97	1.60	15.57
	1999	3.88	4.06	2.53	5.47	2.21	2.41	7.16	12.61	4.21	-9.59
	Jun-2000	4.88	2.30	6.37	-1.05	-3.16	3.92	5.59	2.54	9.18	7.50
	Promedio	4.92	4.86	2.73	0.67	3.49	4.96	3.73	2.93	6.35	3.96
Producto por	1997	3.33	2.92	2.27	8.61	3.19	0.05	-3.84	3.94	3.38	6.57
	1998	1.10	1.96	-6.84	0.18	2.73	3.36	0.88	-6.08	1.70	9.31
	1999	1.64	3.16	0.52	3.75	0.23	0.79	1.95	10.56	0.49	-14.45
	Jun-2000	3.83	2.41	4.37	-1.89	-4.06	4.35	3.53	2.13	6.35	6.38
	Promedio	3.77	4.49	1.12	-1.33	2.30	4.44	1.92	2.90	4.97	2.15

Nota: La tasa promedio anual se calcula con la fórmula: $\frac{((\text{índice inicial})/(\text{índice final}))^{(12/36)-1} \times 100}$; los índices utilizados son el de junio de 1997 y el de junio de 2000.

* Diciembre-diciembre del año anterior excepto en 2000 que es junio-junio del año anterior.

II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

Como se ha discutido ampliamente en los informes anteriores, un crecimiento de la demanda agregada más acelerado que el incremento de la capacidad de producción de la economía genera, en el mediano plazo, presiones inflacionarias. Estas afloran de manera directa en los mercados de bienes no comerciables internacionalmente y de manera indirecta, al ocasionar una ampliación del déficit comercial y posibles efectos cambiarios, en el mercado de bienes comerciables. Por tanto, a continuación se analiza la evolución de la oferta y demanda agregadas y también de la balanza de pagos a fin de evaluar si el comportamiento reciente de estos rubros sugiere la existencia de presiones inflacionarias.

Durante el segundo trimestre del año continuó el vigoroso crecimiento del producto y de la demanda agregada (Cuadro 7). En dicho lapso, la demanda agregada creció a una tasa anual de 11.2 por ciento. Los componentes de la demanda agregada que mostraron en el período un incremento en su tasa de crecimiento anual fueron el consumo privado y la inversión pública. El crecimiento del consumo privado ha estado impulsado por el aumento de los salarios reales, del empleo y por las perspectivas positivas sobre el futuro de la economía. Por otra parte, cabe destacar el elevado crecimiento de la inversión pública, la cual se expandió a una tasa anual de 23.6 por ciento. Sin embargo, la tasa de incremento de la inversión total se atenuó, dada la desaceleración de la inversión privada que se había registrado desde el primer trimestre del año.

Si bien el PIB reaccionó de manera favorable a la expansión de la demanda agregada, su crecimiento no fue suficiente para satisfacer totalmente el incremento de ésta. Así, lo anterior dio lugar a un aumento de las importaciones mayor que el de las exportaciones.

La información con que se cuenta al momento de publicar el presente Informe es relativamente escasa y de carácter preliminar. Sin embargo, los datos disponibles sugieren que durante el tercer trimestre ya se podría haber estado presentando una desaceleración tanto del componente interno de la demanda agregada como de la producción. Sin embargo, el crecimiento de la demanda interna y, en particular del consumo, aún se mantiene en niveles muy elevados y por encima de la expansión del producto. De ser correcto este diagnóstico, se estaría agudizando el riesgo de que eventualmente el dinamismo de la demanda se traduzca en alzas de los precios de los

bienes no comerciables y en presiones cambiarias asociadas a un mayor déficit comercial.

Cuadro 7

Oferta y Demanda Agregadas en 1999 y 2000

Variación real anual en por ciento

	1999					2000	
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Anual	I Trim.	II Trim.
Oferta Agregada	2.4	5.0	7.2	8.3	5.8	11.9	11.2
PIB	1.8	3.1	4.3	5.2	3.7	7.9	7.6
Importaciones B. y S.	4.5	11.4	16.6	17.9	12.8	25.6	22.5
Demanda Agregada	2.4	5.0	7.2	8.3	5.8	11.9	11.2
Consumo Total	2.1	3.1	3.4	6.7	3.9	8.7	9.0
Privado	2.2	3.3	4.0	7.6	4.3	9.2	9.7
Público	1.8	1.6	-1.3	1.4	1.0	5.0	4.9
Inversión Total	3.8	6.1	5.2	8.1	5.8	11.6	10.5
Privada	5.0	8.5	9.3	13.2	9.0	12.8	9.5
Pública	-7.8	-18.2	-22.9	-12.5	-15.3	-2.0	23.6
Exportaciones B. y S.	7.8	14.2	18.8	14.6	13.9	17.0	15.9

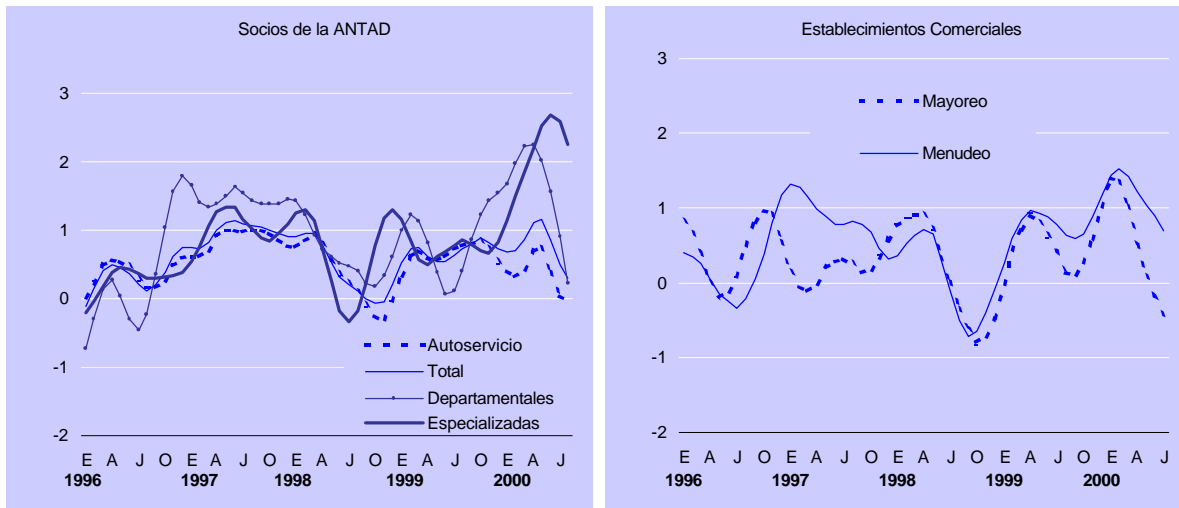
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (INEGI).

En cuanto al comportamiento de la demanda privada, la información disponible indica que mientras el consumo presenta una desaceleración incipiente, el crecimiento de la inversión ha retomado una tendencia ascendente en el tercer trimestre. La suma de estos factores, junto con la desaceleración esperada del gasto público, apunta a lo siguiente: a una ligera moderación de la expansión de la demanda interna en el tercer trimestre y a una recomposición favorable del gasto agregado, al incrementarse la importancia de la inversión.

La anterior evaluación se sustenta en las cifras que se describen a continuación. En referencia a la evolución del consumo, la tasa de crecimiento anual de las ventas a tiendas totales reportada por la ANTAD se redujo de 11.3 por ciento en el trimestre abril-junio a 9.5 por ciento en el bimestre julio-agosto y el crecimiento mensual de su serie de tendencia presenta una disminución en todos sus rubros. A su vez, el incremento mensual de la serie de tendencia de las ventas al menudeo y al mayoreo de los establecimientos comerciales reportadas por el INEGI también se redujo (Gráfica 12). Asimismo, el crecimiento del consumo de varios bienes, duraderos y no duraderos, con base en indicadores que recaba el Banco de México, también sugiere que el ritmo de expansión del consumo privado ha comenzado una ligera disminución, aunque aún se mantiene en un nivel elevado.

Gráfica 12

Índice de Ventas del Sector Comercio: Series de Tendencia
Variaciones mensuales en por ciento



Fuente: Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD) e INEGI para los datos de establecimientos comerciales.

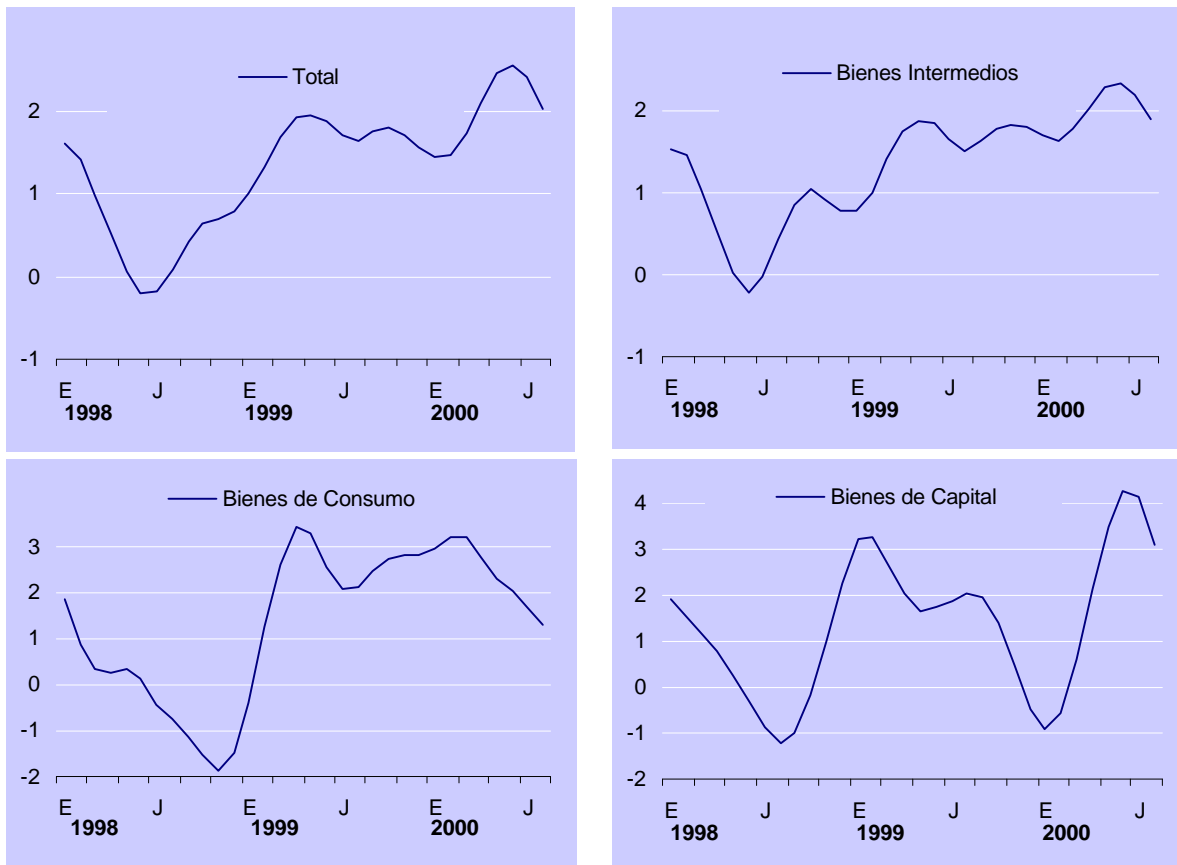
Finalmente, las importaciones de bienes de consumo también exhiben una ligera desaceleración (Gráfica 13). Su tasa anual de crecimiento se redujo de 39.4 por ciento en el período abril–junio a 33.4 por ciento en el bimestre julio–agosto. Las importaciones de bienes intermedios también han dado indicios de tasas de incremento mensual más lentas de sus series de tendencia, lo cual es a su vez signo de un ritmo de expansión más pausado del consumo y de la producción. Con base en esta información preliminar, el Banco de México prevé que probablemente en el tercer trimestre del año el consumo registre una tasa de crecimiento anual superior a 8 por ciento (contra 9.7 por ciento del segundo trimestre).

Por su parte, la tasa de crecimiento real anual de la inversión fija bruta aumentó de 6.8 por ciento en abril a 11.2 por ciento en junio y 12.8 por ciento en julio. Esta tendencia creciente y el renovado impulso que han mostrado las importaciones de bienes de capital, cuya tasa de incremento pasó de 13.6 a 24.6 por ciento del segundo trimestre al bimestre julio–agosto, permiten anticipar un crecimiento anual de la inversión en el tercer trimestre del año cercana a 12 por ciento.

Gráfica 13

Importaciones de Mercancías: Series de Tendencia

Variaciones mensuales en por ciento



En lo referente al comportamiento de la oferta de origen interno, la evidencia estadística indica que posiblemente ésta presente una menor expansión en el tercer trimestre. La tasa de crecimiento anual de la producción industrial continuó su descenso, de 8.7 y 7.2 por ciento en el primero y segundo trimestres a 6.9 por ciento en el bimestre julio–agosto. A su vez, el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) exhibió una desaceleración significativa al ajustarse su tasa anual de crecimiento de un intervalo de 7.0 a 8.7 por ciento en la primera mitad del año a 6.6 por ciento en julio. Con base en la información precedente, el Banco de México estima que en el tercer trimestre el crecimiento anual del PIB haya sido cercano a 7 por ciento.

La presunción de que la tasa de crecimiento de la demanda interna resulte mayor que la del producto en el tercer trimestre se ve reforzada por la ampliación que ha mostrado el déficit comercial del

segundo al tercer trimestre del año (Gráfica 14). Ello, no obstante el aumento de las exportaciones petroleras. Así, el déficit mensual promedio pasó de 449 millones de dólares en el segundo trimestre a 668 millones en el bimestre julio-agosto. Además, el crecimiento porcentual anual del saldo acumulado de dicho déficit se modificó de 13.4 por ciento en junio a 33.7 por ciento en agosto. El importante aumento del valor de las exportaciones petroleras ha impedido un deterioro aún mayor de las cuentas externas. Por tanto, al excluirse de las cuentas externas las exportaciones petroleras y las importaciones de gasolina y gas butano y propano, se observa que el déficit comercial no petrolero aumentó de un promedio mensual de 1,684 millones de dólares en el segundo trimestre a otro de 2,049 millones de dólares en el bimestre julio-agosto. De esta manera, el déficit comercial no petrolero acumulado al mes de agosto se incrementó 76.8 por ciento, en relación con lo observado durante el mismo período del año anterior. Para concluir, el análisis del déficit comercial mensual apunta en la misma dirección, ya que la serie de tendencia del déficit comercial, total y no petrolero, registró una ampliación considerable durante el tercer trimestre. Ello representa un deterioro con respecto a lo reportado en el Informe sobre la Inflación para el período abril-junio.

El aumento correspondiente en los requerimientos de financiamiento externo no se ha visto reflejado en presiones cambiarias. Lo anterior se explica porque estas necesidades se han visto atendidas con una mayor oferta de recursos externos, principalmente de largo plazo. En este sentido, debe destacarse que en el primer semestre la inversión extranjera directa financió el 83 por ciento del déficit de la cuenta corriente.

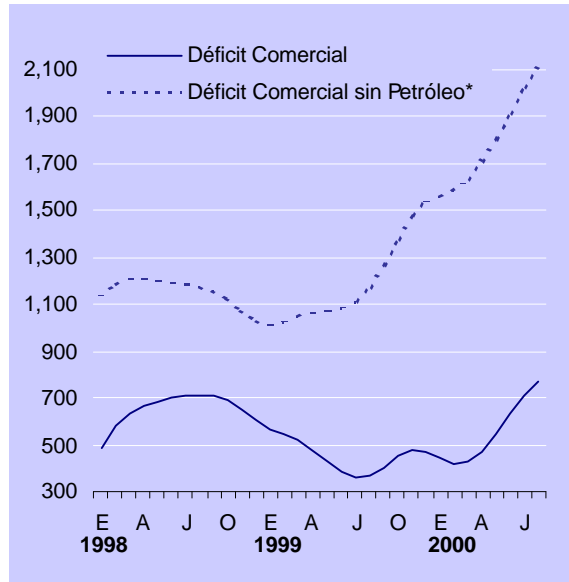
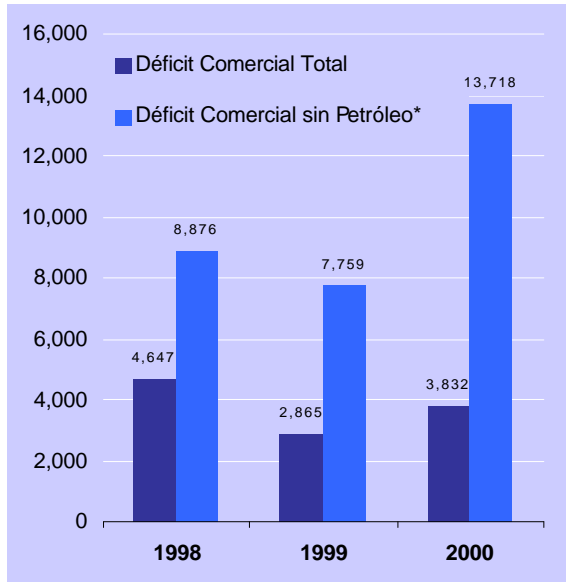
En consecuencia, hasta la fecha las presiones sobre la balanza comercial causadas por el robusto crecimiento de la demanda agregada se han visto, en gran medida, contrarrestadas por el incremento sustancial del valor de las exportaciones petroleras y el de las manufactureras dirigidas a los Estados Unidos. Además, al igual que en años anteriores, el déficit de la cuenta corriente ha sido financiado principalmente por flujos de capital de largo plazo. Sin embargo, la dependencia respecto de los ingresos petroleros, actualmente muy cuantiosos, ha incrementado de manera importante la vulnerabilidad de la economía ante una eventual caída en el precio del crudo o una desaceleración brusca de la economía de los Estados Unidos.

Gráfica 14

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

Enero–Agosto

Tendencia



* Se excluyen la exportación petrolera y las importaciones de gasolina y gas butano y propano. Cabe destacar que en los informes previos este tipo de importaciones no era excluido.

Finalmente, hasta el momento no se ha detectado que el crecimiento de la demanda interna por encima del de la producción haya afectado el comportamiento de la mayoría de los precios de los bienes no comerciables. Esta conclusión se apoya en el hecho de que el índice subyacente de los precios de los servicios ha continuado cayendo con igual ritmo que en el primer semestre del año. Sin embargo, el comportamiento reciente de la inflación anual del subíndice de los precios de la educación, podría constituir una primera evidencia respecto del impacto de la expansión de la demanda interna sobre los precios de los bienes y servicios no comerciables. Asimismo, dichas presiones podrían estar reflejándose en la rigidez exhibida por los salarios contractuales y en los aumentos de los costos unitarios de la mano de obra. Por tanto, el crecimiento de la demanda quizás ha estado afectando los costos de la producción. Los referidos aumentos, sobre todo en un contexto de expansión económica, podrían, eventualmente, transmitirse a los precios al consumidor.

II.2.4. Precios Administrados y Concertados

Los precios administrados y concertados por el sector público tienen un impacto importante sobre la inflación. Este no sólo

se presenta de manera directa, sino también indirecta por la influencia que ejercen sobre los precios de las mercancías y de los servicios y, adicionalmente, a través de la revisión de las expectativas de inflación que hacen los agentes económicos ante cambios en la evolución de dichos precios.

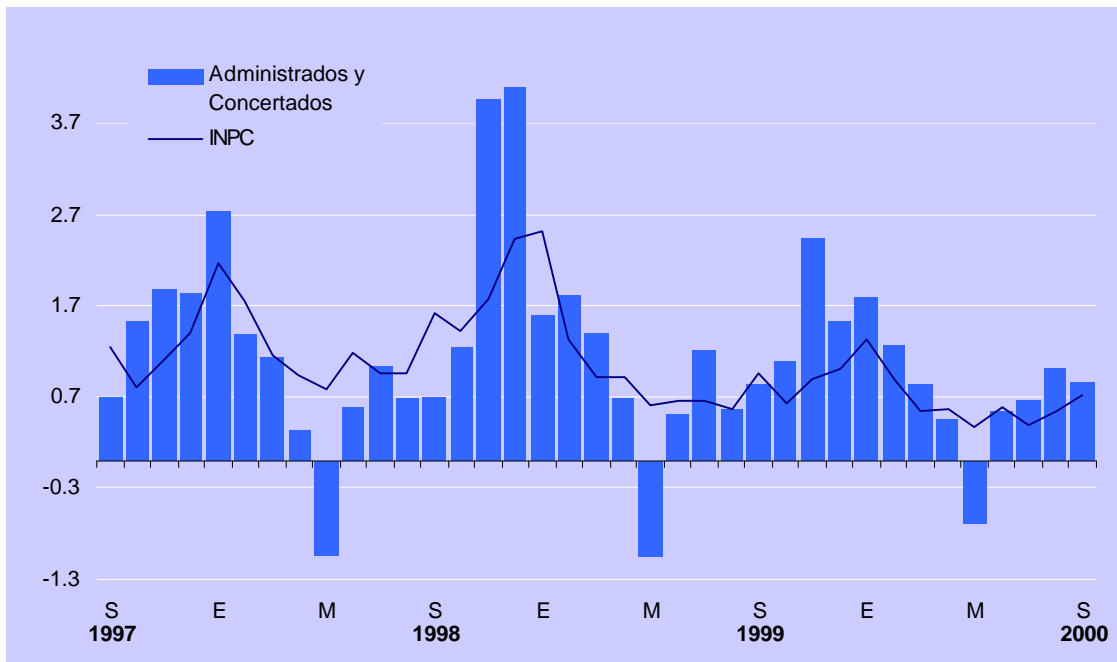
La política de precios administrados y concertados para 2000 se definió desde el inicio del año conforme a lo establecido en los Criterios Generales de Política Económica y en la Ley de Ingresos de la Federación. Asimismo, la estrategia de precios administrados obedece a otras consideraciones ajenas al objetivo inmediato de inflación. Por ejemplo, mantener la solidez de las finanzas públicas y corregir distorsiones en precios relativos.

En los meses de julio, agosto y septiembre las variaciones mensuales del subíndice de precios de los bienes administrados y concertados fueron, respectivamente, de 0.65, 1.00 y 0.84 por ciento. Ello, mientras que, en los mismos meses, el crecimiento del INPC fue respectivamente de 0.39, 0.55 y 0.73 por ciento (Gráfica 15). El incremento de dicho subíndice durante el periodo trimestral analizado se debió a los aumentos en los precios de los siguientes bienes y servicios: gasolinas, gas licuado para uso doméstico y autobús urbano. Destaca el alza acumulada del precio del gas licuado.

En el periodo enero–septiembre de 2000 este precio experimentó un aumento de 44.4 por ciento en el mercado internacional de referencia. En el mismo lapso, las cotizaciones de dicho energético en el mercado nacional se incrementaron 28.0 por ciento (tasa anual de 48.0 por ciento al cierre de septiembre). El comportamiento de los precios del gas licuado en México obedece a la necesidad de mantenerlos lo más cercanos posible con los internacionales. Ello, a fin de evitar que su rezago pudiese tener un impacto significativo sobre el déficit del sector público. Lo anterior, toda vez que en el presente año aproximadamente el 36 por ciento del consumo total de ese energético se satisface con importaciones.

Gráfica 15

Índice de Precios de Bienes Administrados y Concertados e INPC
Variación mensual en por ciento



En el tercer trimestre de 2000, la inflación anual del índice de precios administrados y concertados se ubicó en niveles cercanos a 12 por ciento. Dicho ritmo fue sensiblemente superior al crecimiento del INPC durante el periodo. En consecuencia, por segundo trimestre consecutivo el aumento de los precios de los bienes administrados y concertados ha sido mayor que la inflación general, constituyéndose en una presión inflacionaria adicional. También es causa de preocupación el hecho de que el incremento anual de este índice se haya mantenido por encima de 12 por ciento en casi todos los meses del año.

La Política Fiscal y la Inflación

Las finanzas públicas juegan un papel fundamental en el comportamiento de la inflación. El gobierno, a través de sus gastos e ingresos, influye directamente sobre el movimiento de los precios de dos maneras: a) mediante su contribución a la evolución de la demanda agregada y b) a través del comportamiento de los precios y tarifas de los bienes y servicios que provee. Asimismo, las acciones del gobierno afectan el desempeño de la inflación de manera indirecta modificando las expectativas de inflación por conducto de las perspectivas que los agentes económicos se forman respecto de la solvencia del sector público y del nivel de los precios de los bienes y servicios que éste suministra. Una situación en la cual las finanzas públicas no sean percibidas como sólidas y sostenibles puede tener varios efectos sobre la inflación. A continuación se describen los canales a través de los cuales el estado de las finanzas públicas incide sobre la inflación:

1) Solvencia del sector público. Dado que una de las fuentes tradicionales de financiamiento para el sector público ha sido el impuesto inflacionario, los agentes económicos podrían suponer que en circunstancias de requerimientos fiscales crecientes, el gobierno se sentiría tentado a recurrir a este tipo de financiamiento propiciando consecuentemente un aumento del nivel general de los precios. Ello se traduciría además en una inflación esperada más elevada, complicando la estabilización a futuro.

2) Postura fiscal coyuntural. Aún si en el largo plazo el sector público es solvente, en el corto plazo un resultado fiscal deficitario podría obstaculizar el descenso de la inflación. Por ejemplo, una política fiscal expansiva generaría presiones de demanda agregada, aumentando los precios de los bienes no comerciables. Asimismo, un exceso de gasto gubernamental y, por tanto, la aparición de necesidades crecientes de financiamiento por parte del sector público presionarían a los mercados financieros, especialmente en economías emergentes. Ello daría lugar a un deterioro del riesgo país, lo cual causaría una depreciación del tipo de cambio y una elevación de las tasas de interés reales en moneda nacional. Una depreciación del tipo de cambio provocaría previsiblemente un ajuste al alza del precio de los productos comerciables, lo que propiciaría un repunte inflacionario. Asimismo, un aumento del riesgo país y de las tasas de interés reales incrementaría el costo del proceso de estabilización.

Los dos puntos anteriores subrayan una vez más la conveniencia de realizar acciones coordinadas de política fiscal y monetaria con el propósito de moderar el crecimiento de los precios. En particular, los costos generados por el descenso de la inflación se minimizan si las acciones de las autoridades monetarias y fiscales son congruentes entre sí. Asimismo, la transición hacia tasas de inflación más bajas se daría con mayor rapidez. Esto es

particularmente importante en economías pequeñas y abiertas, ya que al intensificarse la restricción monetaria se elevaría la tasa de interés real, lo que apreciaría el tipo de cambio causando, probablemente, un desequilibrio en las cuentas externas del país. Una acción coordinada de ambas políticas reduciría el desequilibrio externo al propiciar un aumento en el ahorro nacional y disminuir la demanda de importaciones.

En caso de existir un desequilibrio fiscal, éste podría remediarse a través de medidas que afecten a los diferentes rubros de gasto e ingreso que integran el presupuesto consolidado del sector público. Los efectos de un ajuste fiscal sobre la inflación dependerán en buena medida del instrumento utilizado para realizarlo. Acciones tales como reducciones del gasto gubernamental mejoran el balance público y limitan el crecimiento de la demanda agregada. Incrementos de los impuestos indirectos causarían un aumento de una sola vez sobre el nivel general de los precios. En este último caso, la autoridad monetaria deberá mantenerse vigilante y reaccionar de manera preventiva ante cualquier indicación de deterioro de las expectativas de inflación de mediano plazo. El ajuste también podría darse a través de mayores precios de los bienes y servicios que provee el sector público. Generalmente, estos productos y servicios son importantes tanto dentro de la canasta de consumo como en el proceso productivo. En consecuencia, un aumento en dichos precios generaría efectos secundarios significativos. Ante esta situación, el banco central tendría que intensificar la restricción monetaria para evitar el deterioro de las expectativas de inflación de mediano plazo. Un efecto inmediato de ese tipo de medida sería un aumento de la tasa de interés real interna, por lo que el servicio de la deuda del gobierno federal se incrementaría. Esto posiblemente reduciría, e incluso podría eliminar, el efecto positivo sobre el balance fiscal del aumento inicial de los precios de los bienes y servicios que suministra el sector público.

En resumen, una situación fiscal estructuralmente sólida es una condición necesaria para lograr el descenso inflacionario y para que, una vez que la inflación sea baja, ésta se mantenga en niveles reducidos. En general, los objetivos de reducción de la inflación y de estabilidad de precios anunciados por la autoridad sólo serán creíbles si la postura fiscal de corto y mediano plazos es robusta. Además, el abatimiento del crecimiento de los precios será menos costoso y ocurriría más rápido si las autoridades monetarias y fiscales actúan en forma coordinada.

II.2.5. Finanzas Públicas

En el primer semestre de 2000, la situación de las finanzas públicas resultó congruente con lo establecido al inicio del año. En ese lapso, el balance público registró un superávit de 23,124 millones de pesos, 46.4 por ciento superior en términos reales al del mismo periodo del año anterior. Los ingresos no petroleros del Gobierno Federal aumentaron durante el trimestre 6.6 por ciento en términos reales, con respecto a su nivel del mismo lapso de 1999. Por su parte, en igual periodo los ingresos petroleros crecieron 26.4 por ciento en términos reales. El desempeño descrito es congruente con una meta anual de déficit público equivalente a uno por ciento del PIB. Al respecto, resulta importante destacar que la favorable evolución de los ingresos petroleros del Gobierno Federal se ha visto parcialmente compensada por ingresos no recurrentes menores que los previstos.

II.2.6. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación

En el periodo julio–septiembre de 2000 el índice de precios de la educación acumuló un incremento de 12.2 por ciento, reflejando el aumento de las colegiaturas que ocurre al inicio de cada nuevo ciclo escolar. La comparación del desempeño reciente de este índice con el incremento de 14.71 por ciento que se observó en el mismo trimestre de 1999 no resulta del todo favorable. Ello, en virtud de que el descenso observado en la tasa de crecimiento anual de este subíndice en los últimos 12 meses es menor que el registrado por el INPC y por el índice de precios subyacente de los servicios.

Consideraciones sobre la Demanda de Servicios Educativos

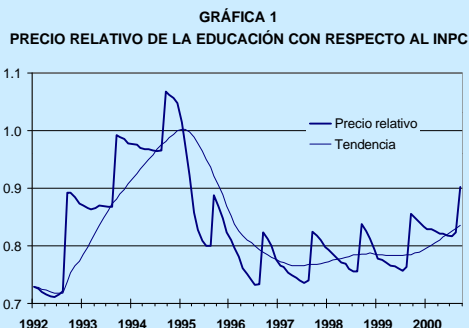
Al tiempo que la inflación general ha tenido una disminución significativa, la de los precios de los servicios educativos ha registrado una reducción moderada. Así, en el periodo comprendido entre enero de 1999 y septiembre de 2000, la tasa de crecimiento anual de las colegiaturas disminuyó tan sólo de 16.76 a 15.09 por ciento. En contraste, la tasa anual de incremento del INPC disminuyó de 19.02 a 8.83 por ciento.

La diferencia que se observa en la dinámica de los precios de la educación con relación a la del INPC podría ser el reflejo de presiones de demanda específicas al sector, probablemente asociadas con la prolongada huelga que tuvo lugar en la UNAM entre 1999 y 2000, o bien de presiones derivadas de la expansión de la demanda agregada. Resulta importante determinar el origen de dichas presiones, ya que en caso de que éstas fueran resultado de la expansión de la demanda agregada podrían ser una señal de alerta sobre su posible aparición en otros mercados.

Con el propósito de evaluar ambas hipótesis, en el presente recuadro se analiza la evolución de los rubros que integran el subíndice de precios de la educación, tanto en el ámbito nacional como en el regional. La lógica del análisis es la siguiente: si la expansión de la demanda por servicios educativos privados fuese explicada principalmente por la huelga de la UNAM, entonces la tasa de crecimiento de las colegiaturas de carrera corta e idiomas, preparatoria y universidad debería registrar una menor desaceleración que la inflación de las colegiaturas de otros grados escolares. Además, en ese caso la tasa de incremento de las colegiaturas en el Distrito Federal también debería haber disminuido a un menor ritmo que la inflación de las colegiaturas en el resto del país. Por contra, si el origen de la mayor demanda por dichos servicios educativos se encontrara en la expansión de la demanda agregada, entonces los cambios en la tasa de aumento de las colegiaturas deberían ser de magnitudes similares en los distintos grados educativos y ciudades del país. Al respecto, la evidencia indica lo siguiente:

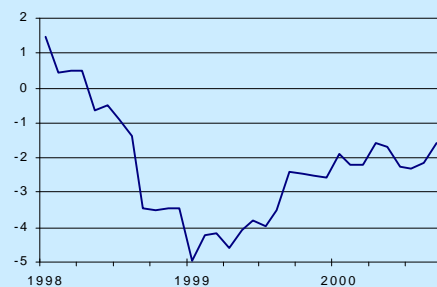
1. A causa de la crisis de 1995 se produjo un importante rezago en el precio relativo de la educación, que se ha revertido parcialmente (Gráfica 1). Esta recuperación podría estar asociada al vigor de la demanda agregada.

2. La inflación de las colegiaturas de jardín de niños, primaria y secundaria se ha mantenido en un nivel elevado. En el periodo comprendido entre enero de 1999 y agosto de 2000 se ubicó en alrededor de 19 por ciento, disminuyendo a 15.75 por ciento en septiembre.



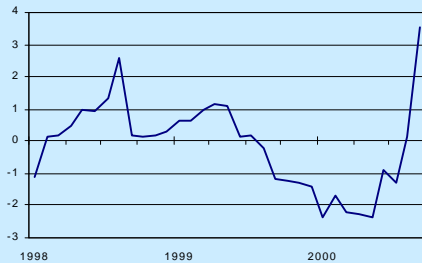
3. Desde abril de 1998 hasta la fecha, la inflación anual de las colegiaturas de los niveles de universidad, preparatoria y carrera corta ha sido menor que la de las colegiaturas de los ciclos de jardín de niños, primaria y secundaria. Sin embargo, esta brecha se estrechó durante 1999, lo que se debió a que la inflación anual del primer grupo de colegiaturas se intensificó mientras que la del segundo grupo se redujo ligeramente. En el año 2000, la diferencia en la tasa de crecimiento de ambos grupos de colegiaturas se mantuvo constante (Gráfica 2).

GRÁFICA 2
DIFERENCIA ENTRE LA TASA DE INFLACIÓN ANUAL DE UNIVERSIDAD, PREPARATORIA Y CARRERA CORTA Y LA DE JARDÍN DE NIÑOS, PRIMARIA Y SECUNDARIA
Por ciento



4. En el Distrito Federal, la inflación anual de las colegiaturas de universidad, preparatoria y carrera corta e idiomas fue menor que la del resto del país en el periodo comprendido entre agosto de 1999 y julio de 2000. No

GRÁFICA 3
DIFERENCIA ENTRE LA TASA DE INFLACIÓN ANUAL DE UNIVERSIDAD,
PREPARATORIA Y CARRERA CORTA EN EL DISTRITO FEDERAL CON
LA DEL RESTO DEL PAÍS
 Por ciento

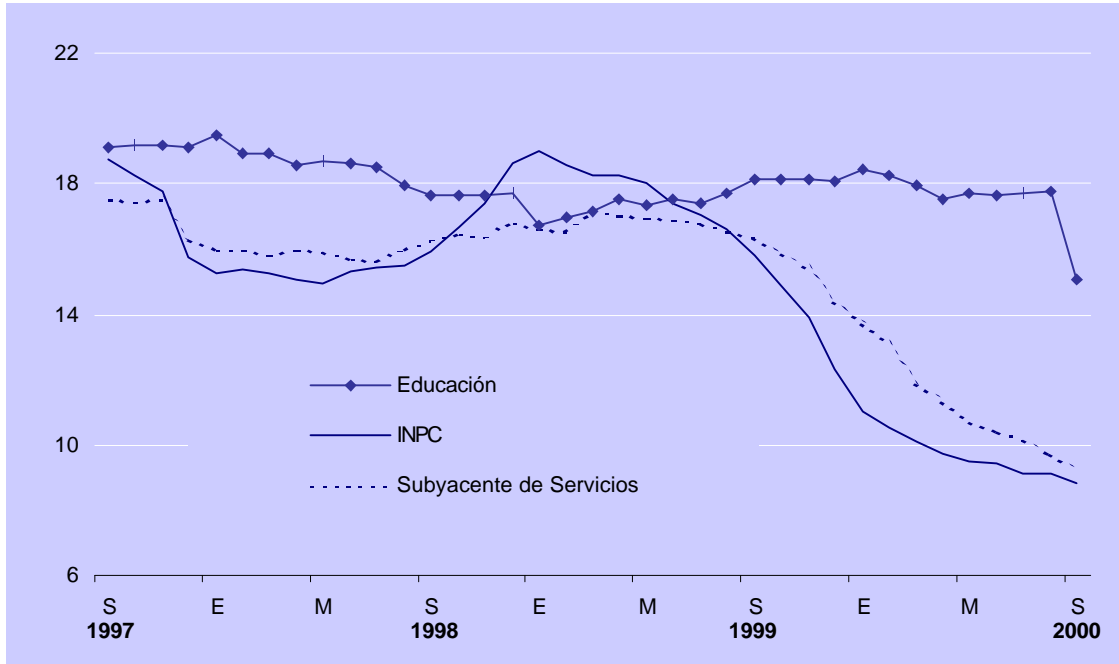


obstante, a partir de mayo de 2000 esta diferencia disminuyó, siendo mayor la inflación de estas colegiaturas en el Distrito Federal en agosto y septiembre de 2000 (Gráfica 3).

Por ende, la evidencia muestra que aun cuando la huelga de la UNAM pudo haber presionado al alza las colegiaturas de universidad y preparatoria, así como de carrera corta e idiomas, no explica la alta tasa de crecimiento que registraron las colegiaturas de los otros niveles educativos. En consecuencia, resulta razonable concluir que la fortaleza de la demanda agregada seguramente afectó la demanda por servicios educativos en todos los niveles, lo que se tradujo en una disminución más lenta de la inflación del subíndice de precios de la educación y permitió que los precios de este servicio recuperaran parte de la pérdida sufrida en los últimos años.

Desde 1999 la inflación anual en el sector de la educación se mantuvo en un nivel cercano a 18 por ciento y en septiembre de 2000 se redujo a 15.08 por ciento, mientras que la inflación general y la del índice subyacente de servicios han presentado una trayectoria descendente más pronunciada (Gráfica 16). Por tanto, los ajustes de los precios en dicho sector no han estado en línea con el descenso de la inflación general. Esto podría deberse a presiones de demanda causadas por dos efectos que se refuerzan mutuamente: a) una mayor demanda por servicios educativos privados de nivel medio y superior a raíz de la prolongada huelga que estalló en la Universidad Nacional Autónoma de México y b) un incremento adicional en la demanda por servicios educativos privados en todos los niveles debido al fuerte crecimiento económico que se ha registrado durante el año, así como por las expectativas optimistas vigentes en la actualidad.

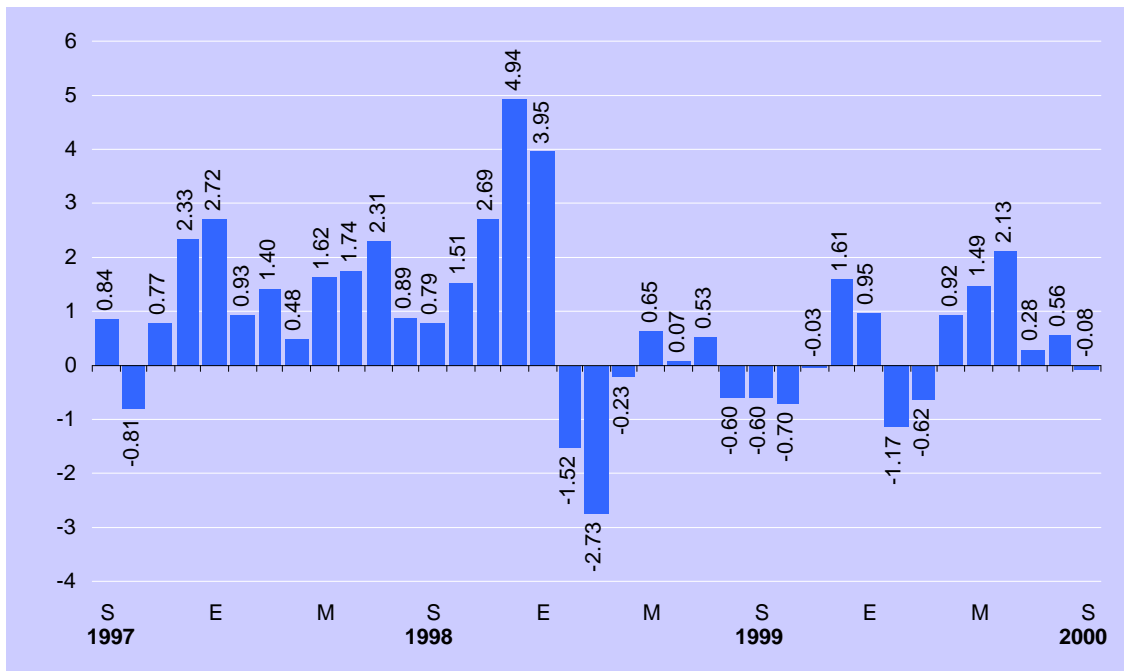
Gráfica 16 Índice de Precios de la Educación e INPC
Variación anual en por ciento



En septiembre de 2000 el crecimiento de los precios de los productos agropecuarios fue sensiblemente inferior al de la inflación general. Además, el incremento acumulado por estos precios durante el trimestre fue menor que el del INPC (Gráfica 17). Sin embargo, en tanto que la inflación anual general disminuyó de agosto a septiembre la de los productos referidos se incrementó. En agosto se presentó un aumento importante en el crecimiento de dicho subíndice alcanzando una tasa de 0.56 por ciento. Durante ese mes los precios del jitomate, del aguacate y de la naranja experimentaron incrementos abruptos. Dichas perturbaciones se corrigieron por completo en septiembre.

Gráfica 17

Índice de Precios de Productos Agropecuarios
Variación mensual en por ciento



III. La Política Monetaria Durante el Periodo

El abatimiento del ritmo de crecimiento del nivel de precios requiere de un diagnóstico cuidadoso y oportuno de las presiones inflacionarias que pueden materializarse en el futuro. Ello, toda vez que las acciones de la política monetaria inciden sobre el aumento de los precios con un rezago considerable. Por tanto, en esta sección se presentan las consideraciones que llevaron a la decisión de ajustar la postura de la política monetaria del Banco de México durante el trimestre julio–septiembre. Como complemento de lo anterior, se presenta una evaluación del efecto de dicho ajuste sobre las expectativas de inflación, así como sobre las tasas de interés nominales y reales. Finalmente, se incluye un análisis de la trayectoria de la base monetaria y de la evolución de otros agregados a fin de complementar la valoración realizada previamente acerca de las presiones inflacionarias.

III.1. Acciones de Política Monetaria

En el tercer trimestre del año, el Banco de México decidió reforzar en una ocasión la postura restrictiva de la política monetaria. Así, el 31 de julio el “corto” se incrementó de 230 a 280 millones de pesos, manteniéndose en ese nivel durante el resto del trimestre.

Aunque los logros en el abatimiento de la inflación alcanzados durante el año han sido mayores que lo anticipado, la intensificación de la restricción monetaria respondió a la necesidad de inducir una corrección en el crecimiento de la demanda interna y una reducción más rápida de las expectativas inflacionarias de forma que éstas se mantengan en la trayectoria congruente con el objetivo de inflación de mediano plazo. Este es que al cierre de 2003 la inflación en México converja con la de los principales socios comerciales del país. Las presiones inflacionarias asociadas al rápido crecimiento de la demanda agregada podrían afectar la evolución del nivel de precios en lo que resta de 2000 y durante 2001. Ello se ha reflejado en expectativas de inflación para los siguientes 12 meses y para el próximo año que todavía son incongruentes con las metas oficiales para el mediano plazo. Consecuentemente, con el fin de alcanzar dicho objetivo, y debido al rezago con el que la política monetaria

afecta la evolución de los precios fue que se consideró necesario restringir la postura de la política monetaria.

Al igual que en las ampliaciones del "corto" acordadas previamente durante 2000, la modificación efectuada el 31 de julio respondió a consideraciones de índole preventiva. Así, la decisión se tomó frente al persistente y vigoroso crecimiento de la demanda interna, siendo éste incluso superior al anticipado en el pasado Informe sobre la Inflación. La información disponible al momento de intensificar la restricción monetaria indicaba que la demanda interna, y en particular el consumo, continuaba creciendo a tasas elevadas. Los datos siguientes son ilustrativos:

- (a) En junio, las ventas a tiendas totales de la ANTAD¹³ registraron un incremento real anual de 12.9 por ciento, por lo que el crecimiento real anual de ese concepto en el segundo trimestre del año fue de 11.3 por ciento (8.5 por ciento en el primer trimestre).
- (b) Según la encuesta del INEGI, en mayo las ventas del comercio al menudeo y mayoreo, mostraron un crecimiento real anual de 12.5 y 12 por ciento, respectivamente.
- (c) El IGAE que reporta el INEGI señaló un crecimiento anual de 7.2 y 8.6 por ciento en los meses de abril y mayo.
- (d) La información oportuna de comercio exterior de junio mostró que el déficit comercial, total y no petrolero¹⁴, acumulado durante el primer semestre se había incrementado en 27 y 83 por ciento respecto de los niveles registrados el año anterior. A su vez, entre el primer semestre de 1999 y el primer semestre de 2000 las importaciones de bienes de consumo se expandieron 41 por ciento.

Esta información fue el fundamento para que el Banco Central anticipase un crecimiento real anual del PIB y del consumo para el segundo trimestre del año de 7 y 9 por ciento, respectivamente.

¹³ Ventas a tiendas totales, medidas en términos reales, de los 99 socios que integran la ANTAD.

¹⁴ Excluyendo solamente las exportaciones petroleras.

Como se analiza con mayor detalle en la sección Oferta y Demanda Agregadas del presente Informe, los datos publicados posteriormente por el INEGI confirmaron las conclusiones arriba expuestas sobre las elevadas tasas de expansión de la demanda interna y del consumo. En particular, el PIB y el consumo aumentaron 7.6 y 9 por ciento en términos anuales durante el segundo trimestre y 7.8 y 8.9 por ciento en el primer semestre.

Lo anterior apunta a que la decisión de incrementar el "corto" con la finalidad de reducir el ritmo de crecimiento de la demanda interna se tomó con base en un diagnóstico adecuado sobre la evolución futura de la economía. El objetivo que se persigue es promover un descenso continuo de la inflación para sentar las bases de un proceso de desarrollo sostenible y equitativo. En este sentido, la tendencia a la ampliación del déficit comercial, total y no petrolero, subraya la importancia de una aplicación coordinada de las políticas fiscal y monetaria para limitar la posibilidad de una mayor vulnerabilidad de las cuentas externas.

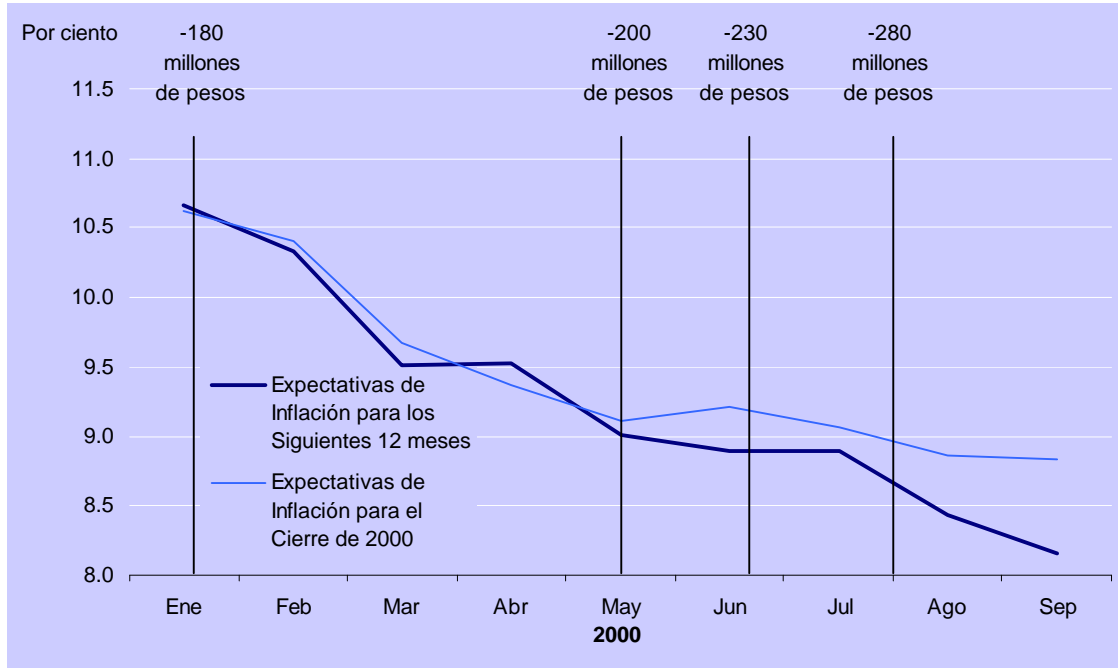
La evolución de las expectativas de inflación ha sido un elemento importante para identificar la presencia de presiones inflacionarias y evaluar los resultados de la política monetaria. Al respecto, destacan dos elementos de dicha evolución a finales del trimestre anterior y durante el trimestre objeto del presente informe. La inflación esperada tanto para el año 2000 como para los doce meses siguientes ha presentado, por lo general, una tendencia decreciente (Gráfica 18). Sin embargo, en junio las expectativas de inflación para el cierre de 2000 mostraron un deterioro. Por otro lado, la tendencia hacia el descenso de las expectativas de inflación para los siguientes doce meses se atenuó de mayo a julio, lo que podría representar problemas para el logro de los objetivos de mediano plazo. Estos elementos, junto con los factores mencionados anteriormente, fueron de mucha relevancia para decidir los incrementos del "corto" acordados el 26 de junio y el 31 de julio.¹⁵

A partir de la ampliación del "corto" el 31 de julio, las expectativas de inflación para los siguientes doce meses presentaron una reducción significativa y, al mismo tiempo, se reforzó su tendencia descendente para el presente año. Ello implicó que las expectativas de inflación para 2000 disminuyeran de 9.21 por ciento en junio a 8.84 por ciento en septiembre, y que las expectativas para

¹⁵ Las razones que llevaron a la decisión de aumentar la restricción monetaria el 26 de junio se detallan en el pasado Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2000.

los siguientes doce meses cayeran en esos mismos dos meses de 8.89 por ciento a 8.16 por ciento.

Gráfica 18 Expectativas de Inflación y Objetivo de Saldos Acumulados (“Corto”)

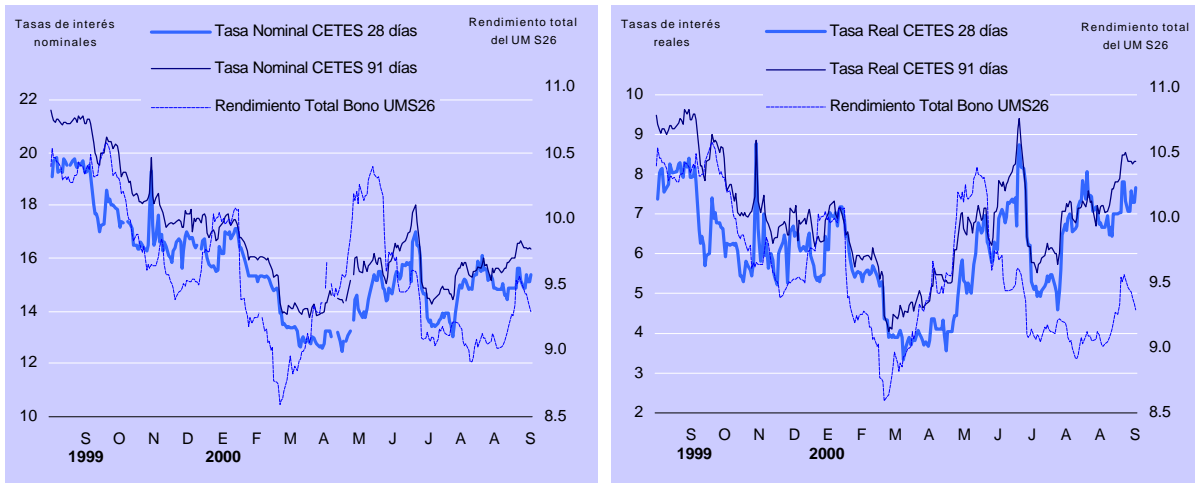


Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México

La ampliación del “corto” del 26 de junio indujo un aumento de un punto porcentual en la tasa de interés de “fondeo” gubernamental. En la primera semana de julio, una vez que se disipó la incertidumbre asociada al proceso electoral se presentó una reducción significativa de las tasas de interés nominales y reales. Sin embargo, como reacción a la ampliación del “corto” del 31 de julio, las tasas de interés de los Cetes a 28 y 91 días se incrementaron en un punto porcentual entre la semana anterior y la posterior al ajuste monetario. Durante el resto del trimestre, las tasas nominales y reales de los Cetes a 28 y 91 días aumentaron aproximadamente 150 y 50 puntos base adicionales respectivamente (al 21 y 22 de agosto). A partir de entonces se presentó una ligera tendencia decreciente la cual se vio interrumpida a finales de septiembre. Así, al cierre del período trimestral las tasas reales aún se encontraban 258 y 228 puntos base por encima del nivel que registraban antes del incremento más reciente del “corto”. Por tanto, las medidas de política monetaria aplicadas, junto con la respuesta de los participantes en los mercados financieros, llevaron la tasa de interés real a un mayor nivel (Gráfica 19).

Gráfica 19

Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales y Tasa de Interés Externa*
Por ciento



* El rendimiento total del bono UMS26

La evolución de las tasas de interés también fue influida por las tasas de interés externas y por el comportamiento de la percepción del riesgo país. El rendimiento total del bono externo mexicano UMS26 se mantuvo en una tendencia descendente desde el principio del trimestre hasta el 5 de septiembre. Posteriormente, la incertidumbre que se ha presentado en los mercados financieros internacionales, asociada a los recientes aumentos del precio del petróleo, ocasionó un nuevo incremento del rendimiento del bono citado.

Las variaciones de las tasas de interés externas generalmente se traducen en un movimiento en la misma dirección de las tasas de interés internas, al modificarse para el país la oferta de recursos financieros. Esta correlación es observable durante la mayor parte del periodo de análisis (Gráfica 19), explicando tanto la caída de las tasas internas una semana después del incremento del “corto” que tuvo lugar el 26 de junio como los aumentos ocurridos en las últimas dos semanas de septiembre. Sin embargo, la modificación del “corto” del 31 de julio indujo una disociación importante entre el movimiento de las tasas externas y las internas, ampliándose la brecha entre éstas debido a la efectividad de la mayor restricción monetaria. Claramente, dicha medida más que compensó la reducción de las tasas internas que hubiera tenido lugar a causa del descenso de las tasas en el exterior. Asimismo, dicha brecha se ha mantenido relativamente constante, lo cual sugiere que los efectos del “corto” han sido duraderos.

Bonos de Regulación Monetaria (BREMS)

De acuerdo con lo establecido en los programas monetarios de los últimos años, las operaciones del Banco de México en el mercado de dinero están diseñadas para no crear excesos ni faltantes de oferta de base monetaria. Es decir, se ajusta la oferta de dinero primario de forma tal que ésta corresponda en todo momento a su demanda.

A fin de lograr lo anterior el Banco de México debe compensar el impacto monetario de diversas operaciones que se dan a través de su balance, entre las cuales destacan: a) cambios en la demanda del público por billetes y monedas; b) retiros o depósitos en la cuenta general de la Tesorería de la Federación; c) operaciones cambiarias; y d) créditos a la banca comercial y fideicomisos.

Hasta julio de 2000 el Banco de México realizaba sus operaciones en el mercado de dinero mediante tres procedimientos: a) subastas de depósitos y créditos; b) depósitos obligatorios; y c) la compra-venta de títulos emitidos por el Gobierno Federal.

Las distintas operaciones que ha venido efectuando el Banco de México en los últimos años y en particular la esterilización de los efectos monetarios de la acumulación de activos internacionales, han dado lugar a que el Instituto Central tenga una posición deudora neta frente al mercado de dinero.

Sin embargo, el Banco de México ha manifestado reiteradamente la conveniencia de contar con una posición diaria acreedora frente al mercado de dinero para que sus acciones ejerzan una mayor influencia sobre las tasas de interés de corto plazo. Esto se debe a que el mantenimiento de una posición acreedora obliga a la banca a demandar la liquidez que provee el Banco de México para así poder saldar diariamente sus cuentas corrientes sin incurrir en sobregiro.

En la búsqueda de una posición acreedora diaria, el Banco de México ha venido adoptando diversas medidas que le permitan financiar su posición deudora a largo plazo y tener un sobrante de liquidez que pueda devolver al mercado a muy corto plazo. Entre dichas medidas destacan el depósito obligatorio de la banca en el Instituto Central y la venta de títulos gubernamentales de largo plazo. Así, desde finales de 1998 y hasta julio de 2000, el Banco de México colocó montos importantes de Bonos de

Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES) a 28 y 91 días con cargo al propio Banco Central. Estas colocaciones de valores se efectuaron mediante subastas en el mercado secundario, utilizando parte del inventario de títulos gubernamentales que el Banco de México mantiene para propósitos de regulación monetaria. En el Boletín Semanal sobre el Estado de Cuenta del Banco de México se ha informado oportunamente sobre el monto de estos pasivos.

Por otra parte, la Tesorería de la Federación ha realizado regularmente colocaciones de BONDES y a partir de marzo de 2000 el IPAB comenzó a emitir Bonos de Protección al Ahorro Bancario (BPAS), que son valores similares a los BONDES con tasa revisable cada 28 días. Lo anterior ha dado lugar a un incremento importante en la oferta de títulos que pagan tasa de interés flotante.

La creciente circulación de BONDES y títulos afines hizo patente la necesidad de que el Banco de México contara con un instrumento distinto para retirar los excedentes de liquidez del mercado de dinero. Por ello, a partir del 3 de agosto, ejerciendo la facultad que le otorga su Ley, el Banco de México emite Bonos de Regulación Monetaria (BREMS). Dichos valores tienen las siguientes características: a) valor nominal de 100 pesos; b) plazo de 3 años (puede variar); c) colocación semanal en el mercado secundario (jueves-fecha valor mismo día); d) pago de cupón cada 28 días según la tasa de "fondeo" bancario a un día capitalizada durante el periodo de interés; y e) mismas reglas de operación y régimen fiscal que les son aplicables a los valores gubernamentales.

La emisión de BREMS permite satisfacer la demanda de los intermediarios financieros por títulos con una menor volatilidad en su precio ante cambios en la tasa de interés. Ello, debido a que aun cuando estos valores se emiten a mediano plazo, su tasa de interés se revisa de manera diaria. Así, al ofrecer un bajo riesgo de tasas de interés, los BREMS resultan atractivos para los intermediarios financieros.

La colocación semanal de BREMS sustituye a la venta diaria de BONDES por parte del Banco de México. A partir de su introducción, se han llevado a cabo subastas semanales de BREMS entre las instituciones de crédito por un monto nominal de 1,000 millones de pesos y plazo de vencimiento a 3 años.

En conclusión, es evidente que las acciones del Banco de México durante el trimestre llevaron a un aumento de las tasas de interés. La finalidad fue la de generar las condiciones monetarias que hagan posible el cumplimiento de los objetivos de inflación de corto y mediano plazo. En igual sentido, la evolución reciente de la inflación y las acciones de la política monetaria han llevado a una reducción de la inflación esperada para este año y para los siguientes doce meses. Sin embargo, ésta aún no es totalmente congruente con la meta de convergencia con la inflación de los principales socios comerciales del país al cierre de 2003.

III.2. Evolución de los Agregados Monetarios

Como se ha mencionado anteriormente¹⁶, la relación entre el crecimiento de los agregados monetarios y la inflación se vuelve más inestable en el corto plazo en la medida en que esta última disminuye. Por ello, conforme se ha avanzado en la lucha contra la inflación, el Instituto Central ha recurrido a la observación de la evolución de los agregados monetarios sólo como referencia complementaria al examen de las demás variables que influyen sobre el crecimiento de los precios.

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

Al 30 de septiembre de 2000 el saldo de la base monetaria registró una contracción de 27,319 millones de pesos en comparación con el del cierre del año previo. Al respecto, la trayectoria prevista en el Programa Monetario para 2000 contemplaba para dicho lapso una disminución de 30,262 millones de pesos. Así, al final del tercer trimestre se registró una desviación de 1.9 por ciento entre la base monetaria y su estimación (Gráfica 20a). Con todo, la desviación quedó por debajo del límite superior del intervalo de confianza anunciado para dicho pronóstico anual (+/-3.07 por ciento).

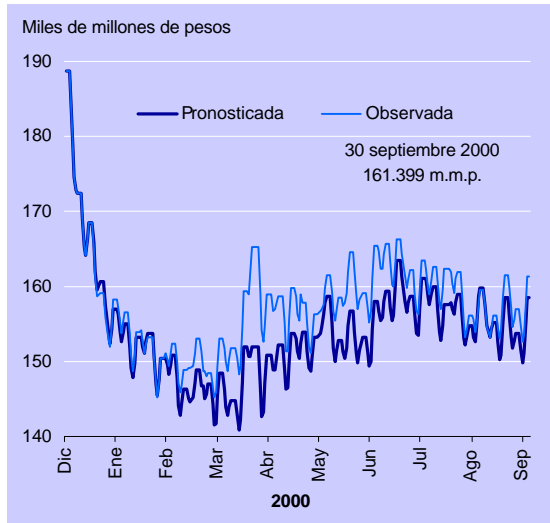
Una manera adicional de evaluar el comportamiento de la base monetaria a lo largo del año consiste en comparar la tasa de crecimiento anual de sus saldos promedio mensuales con la estimada en el Programa antes referido (Gráfica 20b). Dicho ejercicio muestra que si bien la trayectoria de la base monetaria ha sido superior a la

¹⁶ Programa de Política Monetaria para 2000 e Informes sobre la Inflación del primero y segundo trimestres de 2000.

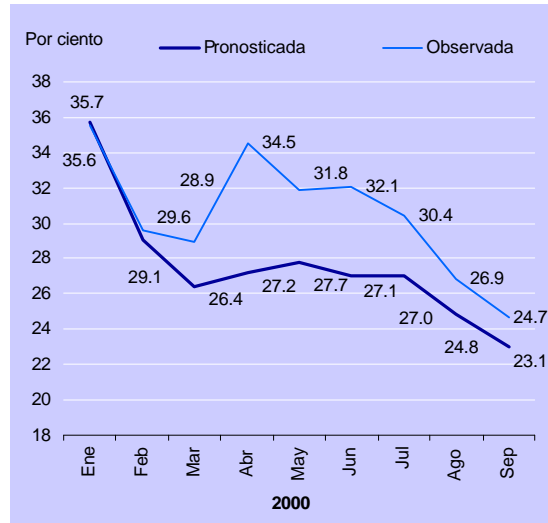
estimada originalmente, a partir de julio la diferencia ha tendido a estrecharse.

Gráfica 20 Evolución de la Base Monetaria al Tercer Trimestre de 2000

a) Trayectoria Pronosticada y Observada Saldos diarios



b) Tasas de Crecimiento Nominal Anual Promedio del mes^{1/}



1/ Promedio de observaciones diarias a lo largo del mes.

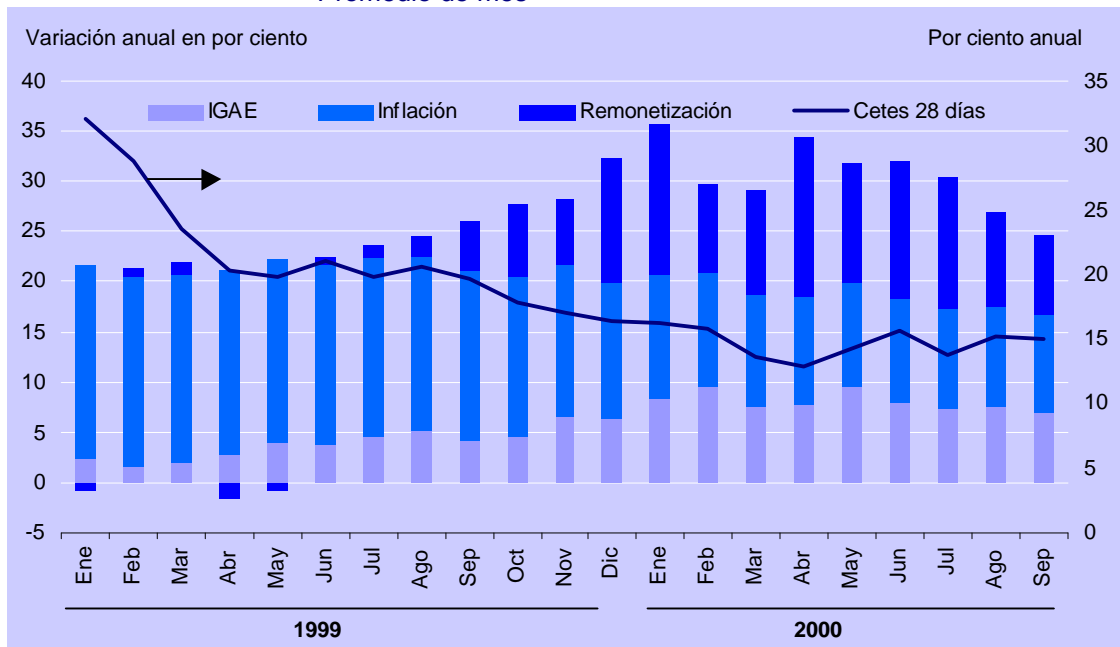
En el Programa Monetario para 2000, presentado en enero pasado, se contempla que en el año la base monetaria aumente 20.6 por ciento con respecto a su saldo ajustado al cierre de 1999.¹⁷ Dicho incremento es congruente con una tasa de crecimiento real del PIB de 4.5 por ciento, una inflación anual no mayor que 10 por ciento y una remonetización del orden de 4.9 por ciento para el final de 2000. Sin embargo, en lo que va del año el crecimiento económico, la inflación y la remonetización han mostrado niveles distintos de los originalmente previstos. En particular, ha tenido lugar una expansión económica más vigorosa, la cual ha ocasionado una mayor demanda de saldos monetarios reales. Por su parte, una menor inflación tiene dos efectos sobre la base monetaria: a) causa un incremento más lento de las necesidades de saldos nominales; y b) al contribuir a que se presenten tasas de interés nominales más bajas propicia una mayor remonetización. Así, la combinación de estos factores ha ocasionado que el promedio del saldo diario de la base monetaria haya crecido en septiembre a una tasa anual de 24.7 por ciento, ligeramente superior a la anticipada en el Programa Monetario para esa fecha (23.1 por ciento).

¹⁷ El saldo de la base monetaria ajustado por el efecto del problema de conversión informática del año 2000 fue de 170,708 millones de pesos.

Si bien la base monetaria parece haber estado expandiéndose a un ritmo excesivamente rápido, esto ha respondido en parte a un efecto meramente estadístico. Desde la segunda mitad de 1999, en virtud de la menor inflación y de la disminución de las tasas de interés, la economía mexicana ha experimentado una aceleración en el proceso de remonetización (Gráfica 21). Así, al compararse los saldos de la base monetaria de fechas posteriores a la remonetización mencionada con los saldos registrados en periodos previos a la misma se obtienen tasas de crecimiento anual elevadas. La desaparición del efecto estadístico comentado se reflejará, hacia finales del presente año, en la reducción tanto de la tasa de crecimiento anual de la base, como de la remonetización. Todo ello en congruencia con lo anticipado en el Programa Monetario para 2000.

Gráfica 21

Base Monetaria: Tasas de Crecimiento de las Principales Variables que la Explican y Tasa de Interés
Promedio de mes

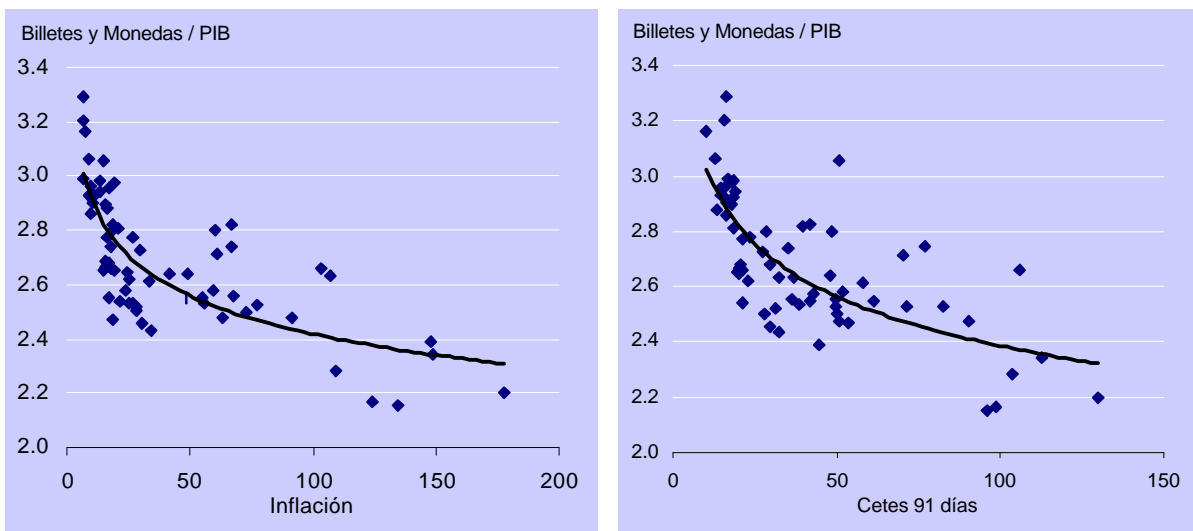


La remonetización que ha tenido lugar desde 1999 no es un fenómeno sin precedentes en la economía mexicana. Este proceso se observa en los períodos en los que se registran disminuciones en los niveles de la inflación y de las tasas de interés (Gráfica 22). En lo que toca a la remonetización actual, puede afirmarse que no ha comprometido en absoluto los resultados del esfuerzo de desinflación.

Por otra parte, la evidencia señala que incrementos significativos en las tasas de interés inducen contracciones muy modestas en la cantidad demandada de base monetaria. En particular, y a manera de ejemplo, se ha estimado que para el año 2000 se hubieran requerido tasas de interés promedio de aproximadamente 32 por ciento para detener el proceso de remonetización, es decir, para mantener constante la base monetaria como proporción del PIB. Estos niveles de las tasas de interés nominales hubieran resultado en tasas reales sumamente elevadas. Consecuentemente, de haberse adoptado una política monetaria significativamente más restrictiva, ésta se hubiera traducido en un obstáculo innecesario y costoso para la actividad productiva, el empleo y el bienestar de la población.

Gráfica 22

Billetes y Monedas en Circulación como Proporción del PIB e Inflación y Tasas de Interés
Por ciento



En cuanto a los compromisos adoptados en el programa monetario para el año, al cierre del tercer trimestre se cumplió holgadamente con el límite para la variación del crédito interno neto al igual que con la meta de no desacumular activos internacionales netos. Así, al término de los primeros nueve meses del año el crédito interno neto mostró una contracción de 91,339 millones de pesos, cifra inferior al límite máximo establecido en el programa monetario de -30,262 millones de pesos.¹⁸ Por su parte, en el periodo de

¹⁸ El límite negativo se refiere a que el crédito interno neto caerá por lo menos en el monto señalado.

referencia los activos internacionales netos registraron un incremento de 6,844 millones de dólares. Las principales fuentes de dicha acumulación fueron las siguientes: 4,099 millones de dólares producto de operaciones cambiarias realizadas con el Gobierno Federal y con Pemex, 1,372 millones de dólares de las operaciones llevadas a cabo con las instituciones de crédito (1,422 millones como resultado del mecanismo de subasta de opciones de venta de divisas al Banco Central y -50 millones por la activación del esquema automático de venta de dólares) y 1,373 millones de dólares por otras operaciones¹⁹.

A su vez, de diciembre de 1999 a septiembre de 2000, las reservas internacionales registraron un incremento de 1,136 millones de dólares. La diferencia entre la variación de estas últimas y la de los activos internacionales netos se debió, principalmente, a los pagos efectuados por el Banco de México al Fondo Monetario Internacional (FMI), entre los que destaca la amortización anticipada de la deuda vigente al 31 de agosto de 2000, por un monto de 2,991 millones de dólares.

III.2.2. Evolución de los Agregados Monetarios M1a y M4a

Dado que la demanda de dinero, y en particular de los agregados más líquidos, está ligada con el nivel de las transacciones que se realizan en la economía, los indicadores monetarios pueden emplearse para hacer algunas inferencias sobre la evolución del consumo y del ingreso, antes de que se disponga de información directa sobre los mismos. Al respecto, los datos sugieren que el crecimiento de estos agregados es reflejo en lo principal de la vigorosa actividad económica.

Por su parte, los agregados más amplios permiten analizar el nivel de la captación bancaria, así como de la emisión de valores en el mercado nacional. Dichos agregados son indicadores del monto de recursos que se intermedia a través del sistema financiero.

III.2.2.1. Agregado M1a

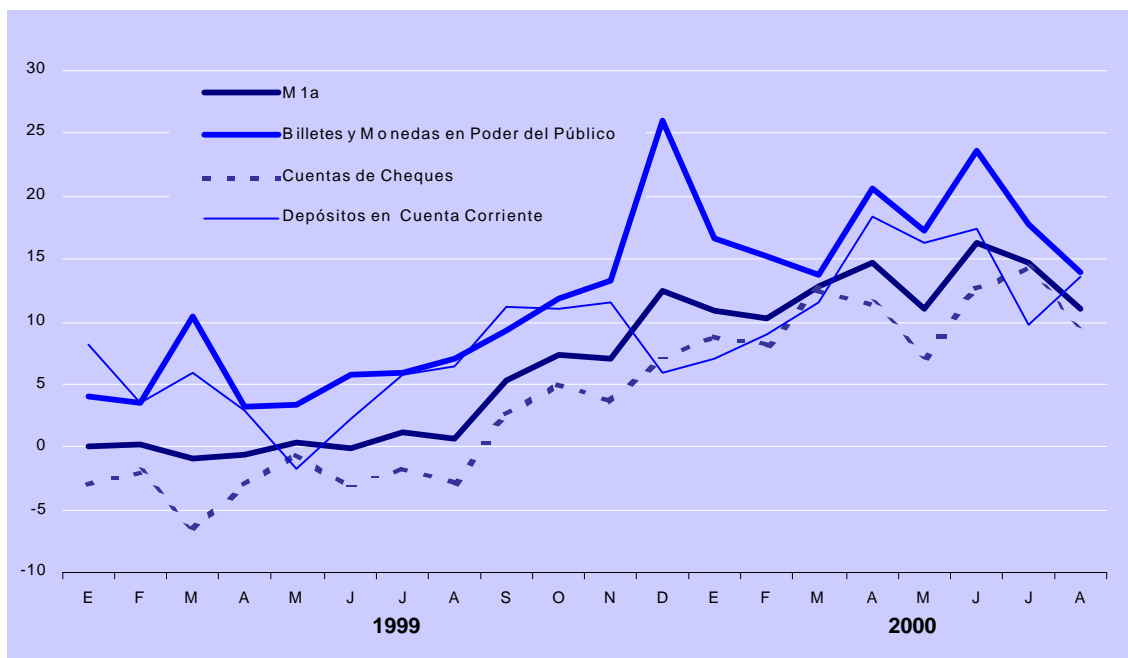
El agregado M1a está compuesto por los activos financieros más líquidos²⁰. Esta variable representa el monto de

¹⁹ Principalmente intereses de los activos internacionales y la compra-venta de metales y valores.

²⁰ Principalmente billetes y monedas en poder del público y cuentas de cheques en moneda nacional.

recursos que las familias necesitan para sus transacciones cotidianas, así como una parte de la demanda de capital de trabajo de los sectores empresarial y gubernamental. Por tanto, los movimientos al alza de M1a corresponden por lo general a aumentos contemporáneos en las transacciones que se realizan en la economía o al deseo de los agentes económicos de incrementar la participación en sus carteras de los activos más líquidos.

Gráfica 23 Evolución del Medio Circulante (M1a)
Variación real anual en por ciento



En agosto de 2000, el medio circulante (M1a) registró una tasa de crecimiento real anual de 11.1 por ciento, cifra inferior al promedio del primer semestre que había sido de 12.7 por ciento. Cabe agregar que esta pérdida de dinamismo se observa entre julio y agosto del presente año para los principales componentes de M1a (Gráfica 23). Resulta prematuro interpretar en el momento actual si dicha reducción señala una disminución coincidente con la tasa de crecimiento de las transacciones en la economía como reflejo del efecto de una mayor restricción monetaria.

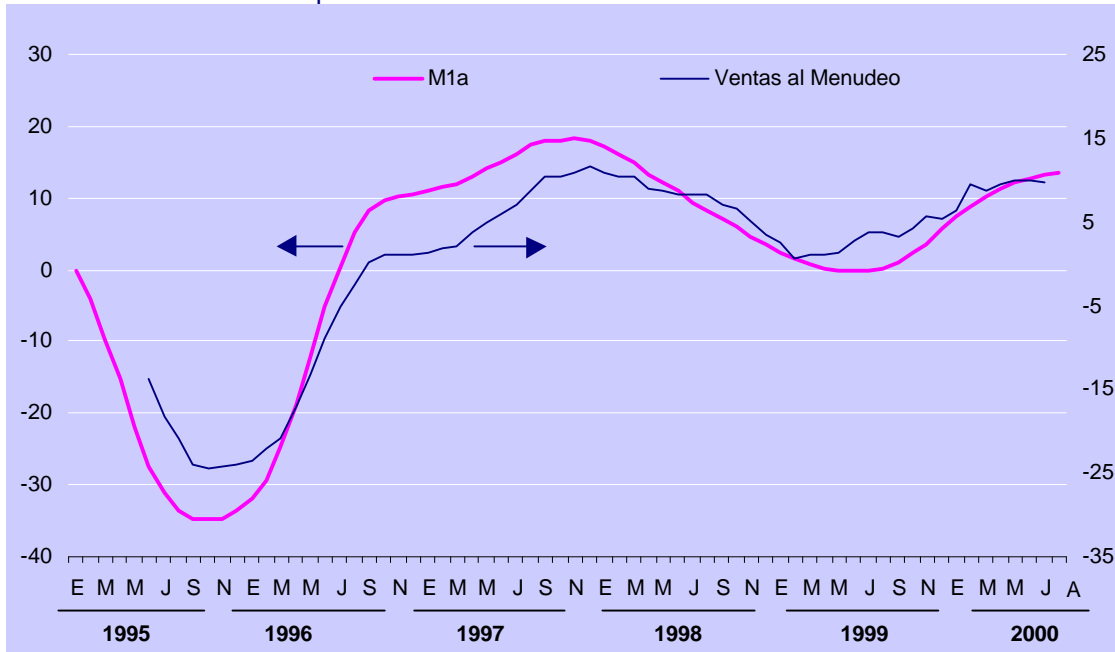
El menor crecimiento del agregado monetario M1a en el tercer trimestre es congruente con la moderación del gasto de consumo sugerida por la evolución reciente de las ventas al menudeo (Gráfica 24). Cabe recordar, por otra parte, que el aumento de las tasas de interés respecto a los niveles observados en el segundo

trimestre, implica un costo de oportunidad más alto por mantener saldos monetarios líquidos.

Gráfica 24

Agregado Monetario M1a y Ventas al Menudeo

Promedios móviles de 6 meses de las tasas de crecimiento real anual en por ciento



III.2.2.2. Agregado M4a

El agregado monetario amplio M4a²¹ es una medida de la magnitud de la intermediación financiera en la economía o del ahorro financiero. En el bimestre julio-agosto de 2000, el agregado monetario amplio M4a registró un incremento real anual promedio de 7.1 por ciento, el cual resultó similar al crecimiento observado durante el primer semestre del año. Sin embargo, los componentes de este agregado monetario han tenido un comportamiento desigual. Por un lado, en agosto de 2000 la captación bancaria mostró una disminución real anual de 9.0 por ciento, con lo que se prolonga el patrón contractivo de los últimos nueve meses. Por otro lado, destaca la sustitución que ha ocurrido de la captación bancaria por otros instrumentos de ahorro, principalmente valores gubernamentales, cuyo saldo tuvo en agosto un incremento real anual de 34.2 por ciento (Cuadro 8). Es importante destacar que la banca ha jugado un papel importante en la intermediación de los valores

²¹ Incluye billetes y monedas en poder del público, la captación bancaria, las emisiones de valores que realizan los sectores público y privado y los recursos canalizados a los fondos de ahorro para el retiro.

gubernamentales. En particular, al mes de agosto el 47.4 por ciento de dichos valores en poder del público fue adquirido mediante operaciones de reporto realizadas con la banca.

Cuadro 8 Agregado Monetario M4a

	Saldos			Variación Real Anual			Contrib. al Crecimiento		
	Miles de Millones de Pesos			Por Ciento			Puntos Porcentuales		
	Dic-99	Jul-00	Ago-00	Dic-99	Jul-00	Ago-00	Dic-99	Jul-00	Ago-00
M4a	2,265.8	2,458.2	2,459.1	6.3	7.7	6.6	6.3	7.7	6.6
Billetes y Monedas en Poder del Público	164.2	147.2	141.0	26.1	17.7	13.9	1.6	1.0	0.7
Captación de la Banca Residente en el País	1,241.4	1,238.9	1,227.4	-3.2	-6.7	-9.0	-1.9	-3.9	-5.3
Valores Públicos ^{1/}	538.7	699.0	718.4	39.1	43.1	44.7	7.1	9.2	9.6
Emitidos por el Gobierno Federal ^{2/}	538.7	659.6	666.2	39.1	35.0	34.2	7.1	7.5	7.4
Emitidos por el Banco de México (Brems)	0.0	0.0	5.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Emitidos por el IPAB	0.0	39.5	47.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Valores Emitidos por Entidades Privadas ^{3/}	74.3	103.7	103.3	-9.4	33.2	30.2	-0.4	1.1	1.0
Fondos de Ahorro para el Retiro ^{4/}	173.6	205.3	206.7	13.7	16.5	17.5	1.0	1.3	1.3
Captación de Sucursales y Agencias en el Exterior	73.7	64.1	62.3	-23.7	-25.5	-25.3	-1.1	-1.0	-0.9

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

2/ Incluye los valores en poder de empresas, personas, sector público y Siefores.

3/ Incluye valores en poder de las Siefores.

4/ Excluye la inversión de las Siefores en valores gubernamentales y privados.

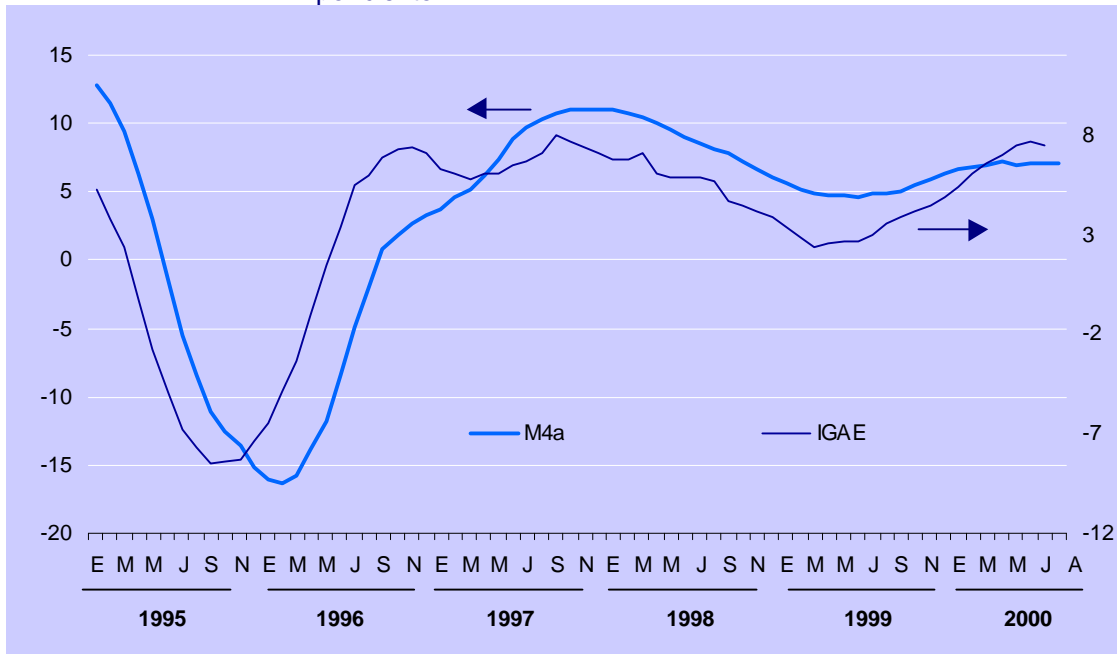
n.a. No aplicable

El comportamiento del agregado monetario amplio M4a guarda una relación estrecha con la actividad económica. En el año en curso, la tasa de crecimiento real de este agregado ha sido elevada, en concordancia con la trayectoria del IGAE (Gráfica 25).

Gráfica 25

Agregado Monetario Amplio M4a e Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE)

Promedios móviles de 6 meses de las tasas de crecimiento real anual en por ciento



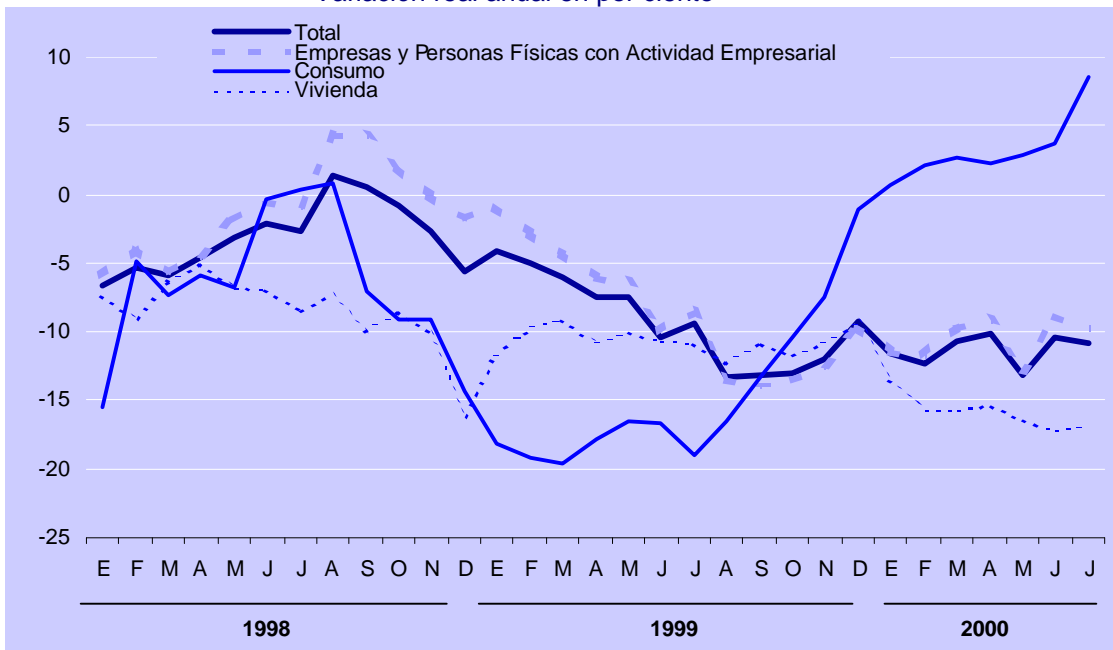
III.2.3. Financiamiento al Sector Privado

La debilidad de la demanda de crédito derivó en la contracción de la captación bancaria antes reportada. En julio de 2000 el financiamiento otorgado por la banca comercial al sector privado no bancario registró una caída real anual de 10.8 por ciento. En contraste, cabe destacar el dinamismo de su componente de crédito al consumo, que en el mismo mes experimentó un incremento real anual de 8.6 por ciento (Gráfica 26).

Gráfica 26

Financiamiento Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado No Bancario

Variación real anual en por ciento



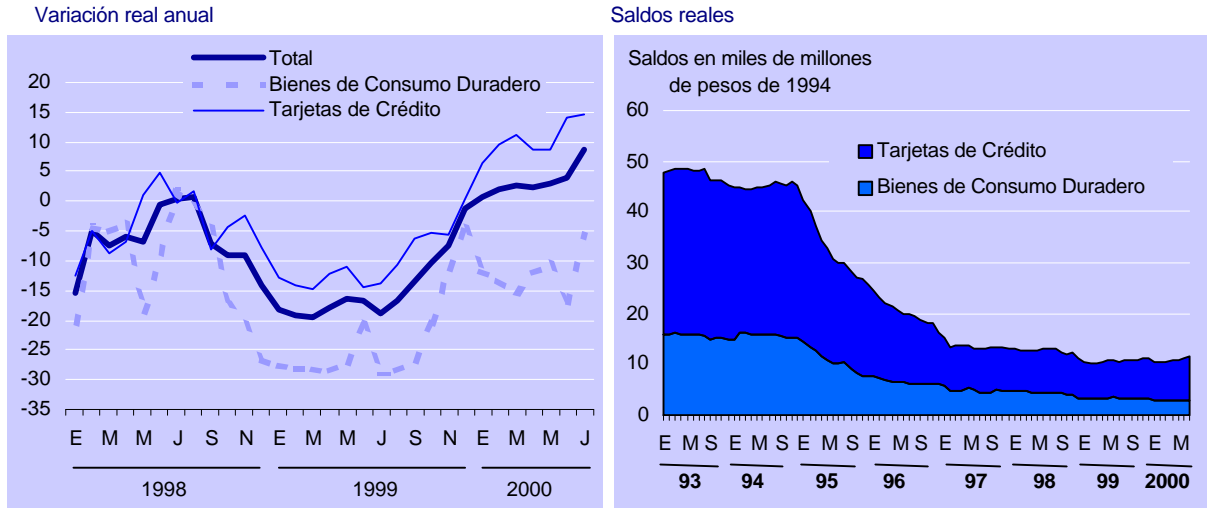
La expansión del crédito de la banca comercial al consumo se debió a las tarjetas de crédito, cuyo saldo deudor registró a julio de 2000 un incremento real anual de 14.6 por ciento. En el mismo periodo el crédito otorgado por la banca para la adquisición de bienes de consumo duradero se contrajo 5.8 por ciento en términos reales. Es importante señalar que a pesar de la recuperación reciente experimentada por el crédito bancario al consumo, en términos reales éste aún se encuentra en niveles significativamente inferiores a los saldos observados durante la primera mitad de la década de los noventa (Gráfica 27).

Desde 1994 se ha venido reduciendo en forma notoria el crédito de la banca comercial y de la banca de desarrollo. Esto ha obligado al sector privado a buscar fuentes alternativas de financiamiento. La Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio, mediante la cual el Banco de México recaba trimestralmente información cualitativa, permite corroborar lo anterior. Los principales resultados de dicha encuesta para el segundo trimestre de 2000 muestran lo siguiente: a) que el crédito de proveedores continúa siendo la fuente de financiamiento más utilizada por las empresas (49.7 por ciento de las respuestas), en especial por las empresas pequeñas y no exportadoras (60.7 y 54.3 por ciento respectivamente); y b) que la banca comercial fue

mencionada como fuente de financiamiento en tan sólo 23.7 por ciento de las respuestas, destacando la escasa utilización de este tipo de crédito por parte de las empresas pequeñas (18.7 por ciento).

Gráfica 27

Crédito de la Banca Comercial al Consumo



El financiamiento otorgado por las principales fuentes no bancarias se ha acelerado, de una tasa real anual de 6.0 por ciento en marzo a 10.6 por ciento en junio del presente año.²² A la vez, al cierre del primer semestre destaca lo siguiente: a) el saldo del crédito al consumo otorgado por entidades no bancarias aumentó a una tasa anual de 32.1 por ciento en términos reales; b) el financiamiento a la vivienda proporcionado principalmente por Sociedades de Ahorro y Préstamo y por SOFOLES, creció a una tasa real anual de 41.5 por ciento; y c) el financiamiento otorgado a empresas o personas físicas con actividad empresarial a través de entidades no bancarias²³ tuvo una expansión real anual de 9.1 por ciento. Lo anterior es indicativo de que los canales de crédito distintos al bancario continúan adquiriendo importancia en el financiamiento de la economía. Por ello, es necesario dar un seguimiento muy riguroso a la evolución del financiamiento no bancario, ya que resulta importante que éste se otorgue con base en criterios adecuados de evaluación de riesgos.

²² El financiamiento de entidades no bancarias incluye aquél otorgado por proveedores, emisoras de tarjetas no bancarias, Sociedades de Ahorro y Préstamo, SOFOLES, instituciones de seguros, arrendadoras financieras, empresas de factoraje, colocación de papel bursátil, uniones de crédito, créditos contratados por empresas no financieras con bancos del exterior y deuda externa.

²³ Proveedores, colocación de papel bursátil, SOFOLES, arrendadoras financieras, empresas de factoraje, créditos contratados por empresas no financieras con bancos del exterior, instituciones de seguros, uniones de crédito y colocaciones de deuda en el exterior.

IV. Perspectivas del Sector Privado

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

Al momento de publicación del presente documento, las predicciones de la mayoría de los analistas financieros sobre la evolución futura de las principales variables externas que afectan el desarrollo de la economía mexicana siguen siendo en general favorables. En particular, vale la pena destacar los siguientes pronósticos:

- (a) El crecimiento estimado de la economía de los Estados Unidos para el tercer trimestre es de 5.3²⁴ por ciento. A su vez, el pronóstico para el año 2000 se ajustó de 3.6 por ciento que era en enero a 5.2 por ciento en septiembre. Además, al no haberse presentado señales de presiones inflacionarias, los principales analistas esperan que la economía estadounidense continúe desacelerándose gradualmente hacia una tasa de crecimiento de 3.7 por ciento en 2001.²⁵
- (b) La predicción respecto al precio promedio de la mezcla mexicana de petróleo es que éste sea de 25.32 dólares por barril en el cuarto trimestre y 20.85 dólares por barril en 2001. Si bien esto sería benéfico para las cuentas externas de México, las repercusiones de un precio del crudo muy elevado sobre el crecimiento económico mundial y sobre la inflación en las economías desarrolladas podrían afectar las exportaciones no petroleras nacionales y los flujos de capital extranjero hacia el país. Ello, sin duda, incidiría en forma desfavorable sobre la expansión económica.

En los primeros dos meses del trimestre analizado, las expectativas sobre el tipo de cambio para el cierre del año fueron ajustadas a la baja, al igual que las cotizaciones de los futuros del

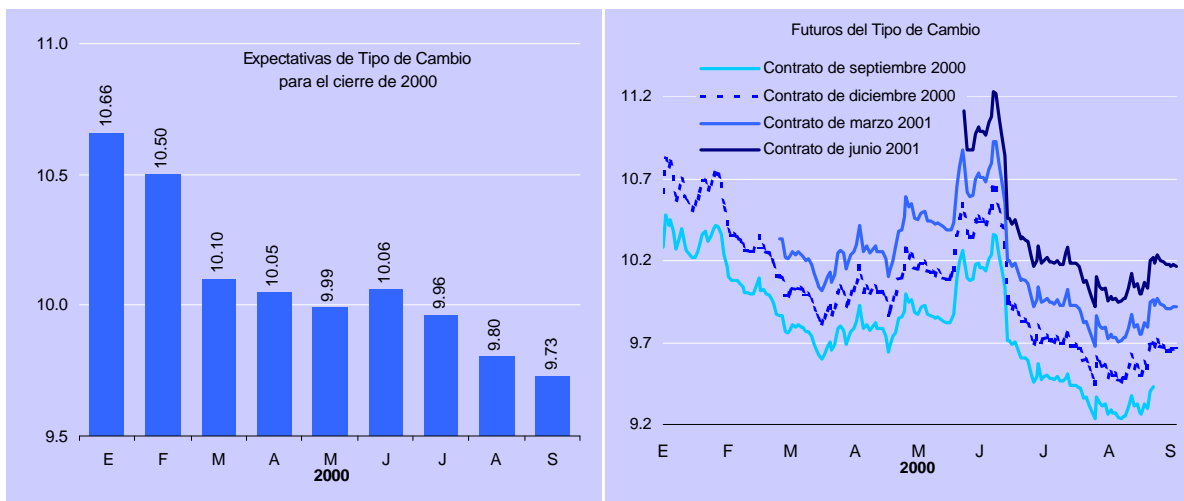
²⁴ Tasa de crecimiento esperada del tercer trimestre de 2000 con respecto al tercer trimestre de 1999.

²⁵ Los pronósticos son los del consenso de los analistas publicado por *Consensus Forecasts*.

peso. Sin embargo, la volatilidad que experimentó el tipo de cambio “spot” durante las últimas dos semanas de septiembre, relacionada con las caídas de los mercados de valores en los Estados Unidos y con el repunte de las tasas de interés internacionales de largo plazo, se vieron reflejados tanto en aumentos de los pronósticos para el nivel del peso al cierre del año como en las cotizaciones del peso a futuro. Así, de acuerdo con la última encuesta levantada por el Banco de México, el sector privado anticipa que el tipo de cambio se encuentre respectivamente al cierre de octubre, noviembre y diciembre en 9.53, 9.66 y 9.73 pesos por dólar. Asimismo, de acuerdo con los futuros del peso al 9 de octubre, el precio del tipo de cambio a diciembre de 2000 se ubicará en 9.66 pesos por dólar (Gráfica 28).

Gráfica 28

Tipo de Cambio: Expectativas para el Cierre de 2000 y Futuros Pesos por dólar

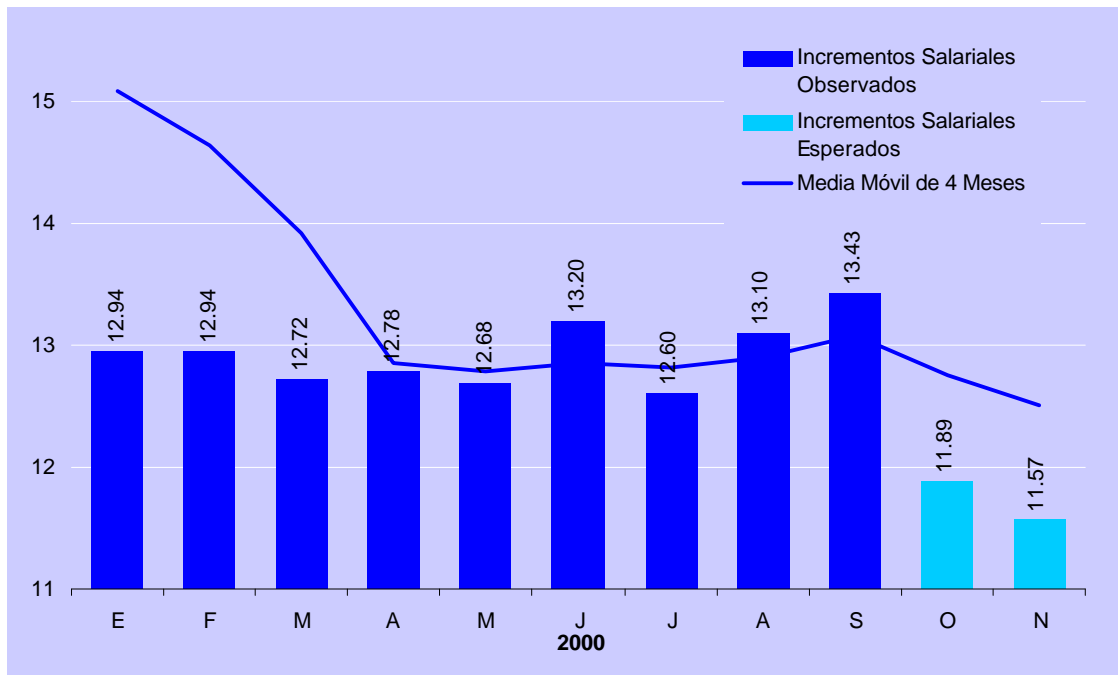


Fuente: Bloomberg y Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

Como se ha comentado a lo largo del presente documento, la evolución de los salarios es otra de las variables que influye de manera importante sobre la inflación. Con respecto a los incrementos futuros de los salarios contractuales, los analistas consultados en las encuestas que levanta el Banco de México esperan que para octubre y noviembre, éstos sean respectivamente de 11.89 y 11.57 por ciento (Gráfica 29).

Gráfica 29

Incrementos Salariales Contractuales Por ciento



Fuente: Secretaría del Trabajo y Previsión Social. Para los meses de octubre y noviembre se tomaron los pronósticos del sector privado en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado levantada por el Banco de México.

Las modificaciones a los precios administrados y concertados por el sector público influyen sobre el proceso inflacionario y sobre las expectativas de inflación. Con relación a la evolución esperada de dichos precios en los últimos tres meses del año, hay que destacar que los elevados precios de los energéticos en los mercados internacionales probablemente sigan afectando la evolución del precio interno del gas. Por otra parte, en virtud del cumplimiento de las metas fiscales, no se esperan en lo que resta del año ajustes superiores a los programados en los demás precios administrados y concertados.

Finalmente, respecto a la evolución de la actividad económica y de la demanda interna, durante el trimestre los analistas modificaron al alza las tasas de crecimiento esperadas para ambos conceptos. A finales de septiembre el sector privado anticipaba que el crecimiento del PIB en 2000 sería de 6.71 por ciento, mientras que el consumo y la inversión del sector privado aumentarían a tasas de 7.8 y 10.5 por ciento respectivamente. Por su parte, los indicadores sobre el clima de los negocios que se recaban en la encuesta del Banco de México exhibieron una mejora considerable con respecto a

lo observado en junio. Ello, toda vez que el porcentaje de consultores que opinan que en los próximos seis meses mejorará el clima de los negocios aumentó de 26 por ciento en el bimestre mayo–junio a 38 por ciento en el tercer trimestre. A su vez, la proporción de consultores que esperan que dicho clima empeore se redujo en el mismo período de 22 a 9 por ciento. En cuanto a los principales factores que podrían obstaculizar la actividad económica en los próximos meses sobresalen, al cierre de septiembre, los siguientes: la disponibilidad de financiamiento interno, su elevado costo y la escasez de mano de obra calificada.

IV.2. Expectativas de Inflación

En la encuesta levantada por el Banco de México en septiembre, los pronósticos sobre la inflación mensual para el período octubre–diciembre fueron revisados a la baja respecto de lo reportado en la encuesta de junio. Así, los pronósticos más recientes indican que la inflación acumulada esperada para el cuarto trimestre es de 2.44 por ciento (Cuadro 9).

Cuadro 9

Expectativas de Inflación Mensual y Anual Por ciento

	Mensual	Anual
Octubre	0.60	8.81
Noviembre	0.77	8.68
Diciembre	1.05	8.84

Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México. Dado que esta encuesta no incorpora la inflación observada en septiembre, el dato de inflación anual a diciembre no es congruente con las expectativas mensuales.

De acuerdo con la encuesta citada, las predicciones de inflación para el cierre de 2000 y para los siguientes 12 meses se ajustaron a la baja durante el trimestre y se ubicaron en 8.84 y 8.16 respectivamente. Por su parte, la inflación esperada para 2001 mostró un comportamiento menos favorable, ya que fue corregida en menor proporción que las predicciones anteriores (Gráfica 30). Las expectativas de inflación para 2001 son motivo de preocupación ya que éstas exhiben un estancamiento relativo en niveles incongruentes con las metas de mediano plazo del Instituto Central.

Gráfica 30 Evolución de las Expectativas de Inflación Por ciento

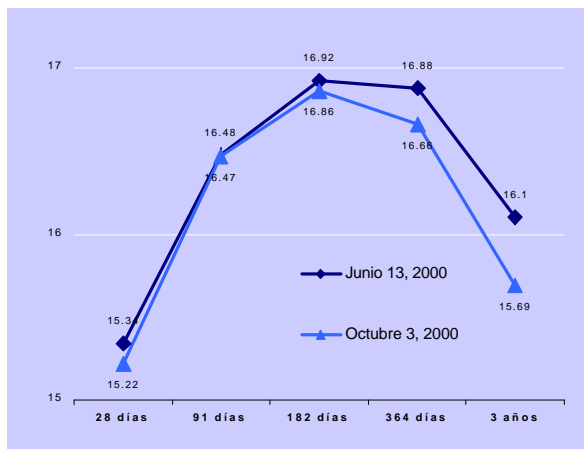


Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

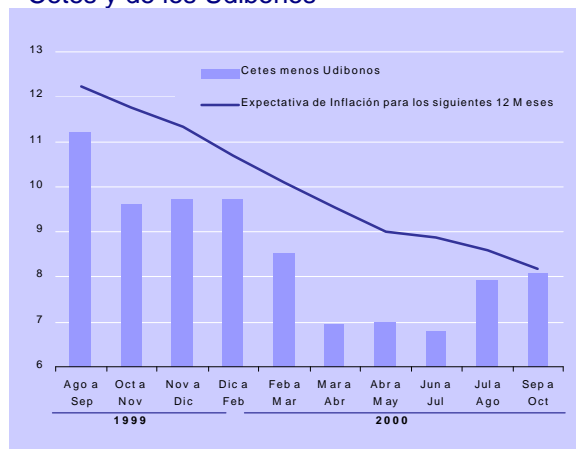
Por su parte, el diferencial entre la tasa de interés de los Cetes y la de los Udibonos se incrementó durante el periodo. Este resultado puede estar reflejando la mayor restricción monetaria, un aumento de la inflación esperada por los participantes en los mercados financieros o la expectativa de una mayor volatilidad cambiaria. A su vez, la curva de rendimiento de los Cetes se ha mantenido prácticamente sin cambio. Sin embargo, se observa una ligera caída en las tasas de los plazos más largos (Gráfica 31), lo que podría ser el reflejo de una mejoría en las expectativas de inflación.

Gráfica 31 Curvas de Rendimiento Nominal de los Cetes y Diferencial de Tasas entre Cetes y Udibonos Tasas de la subasta primaria en por ciento

Curvas de rendimiento nominal de los Cetes*



Diferencial entre el rendimiento de los Cetes y de los Udibonos



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

En conclusión, las expectativas de inflación del sector privado provenientes de las encuestas, así como las incorporadas en los precios de los activos financieros, señalan que para el año siguiente no se anticipa un descenso importante de la inflación. De mantenerse esta opinión, podrían afectarse los procesos de formación de precios y de determinación de los salarios.

Cuadro 10

Resumen de las Expectativas del Sector Privado

Tipo de Cambio (promedio enero 2001)	9.77 (pesos/dólar)	Crecimiento Real en E.U.A.* (Trim. IV de 2000)	4.1%
Tipo de Cambio (cierre de 2000)	9.73 (pesos/dólar)	Crecimiento Real en E.U.A. (2000)	5.2%
Tipo de Cambio (promedio de octubre)	9.53 (pesos/dólar)	Crecimiento Real en E.U.A.* (Trim. I de 2001)	3.8%
Tipo de Cambio (promedio de noviembre)	9.66 (pesos/dólar)	Crecimiento Real en E.U.A. (2001)	3.7%
Incrementos Salariales (octubre)	11.89%	Inflación Anual México (cierre de 2000)	8.84%
Incrementos Salariales (noviembre)	11.57%	Crecimiento Real en México (Trim. III de 2000)	6.0%
Precio del Petróleo (Trim. IV de 2000)	25.32 (dólares por barril)	Crecimiento Real en México (Trim. IV de 2000)	5.4%
Precio del Petróleo (promedio 2001)	20.85 (dólares por barril)	Crecimiento Real en México (2000)	6.71%

Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado (Banco de México) y *Consensus Forecasts*.

* Tasa de crecimiento del trimestre indicado con respecto al mismo periodo del año anterior.

V. Balance de Riesgos y Conclusiones

En el tercer trimestre de 2000 la inflación se mantuvo en una tendencia decreciente y, al cierre de dicho período, la tasa de crecimiento anual del INPC se situó por debajo de 9 por ciento. Sin embargo, algunos de los subíndices de precios que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente presentaron un comportamiento desfavorable. Estas son las causas que explican la desaceleración experimentada por el ritmo de descenso de la inflación general, toda vez que la inflación subyacente continúa reduciéndose a tasas similares a las observadas en los primeros dos trimestres del año. Si bien los avances recientes en el ámbito de la inflación permiten anticipar que la meta propuesta para 2000 se cumplirá con holgura, los factores arriba mencionados son causa de preocupación por los siguientes motivos:

- (a) La inflexibilidad a la baja que ha mostrado la inflación anual del subíndice de precios concertados y administrados, al permanecer en niveles superiores a 12 por ciento, y el reciente aumento de la inflación anual del índice de precios de los productos agropecuarios, podrían influir negativamente sobre las expectativas de inflación y sobre las negociaciones salariales.
- (b) El aumento anual de 15.08 por ciento que mostró en septiembre el subíndice de precios de la educación, fue superior al registrado por el subíndice subyacente de servicios y por el INPC. Asimismo, en los últimos doce meses la inflación anual de este subíndice se redujo en menor medida que la del INPC y la del subíndice subyacente de servicios. Ello podría ser evidencia de que el aumento de la demanda interna ha afectado el comportamiento de algunos precios en la economía.

En lo relativo a la evolución de los principales factores que inciden sobre la inflación, durante el tercer trimestre se intensificaron algunos de los elementos identificados en el Informe sobre la Inflación correspondiente a abril-junio como señales de que el crecimiento de la demanda interna podría estar influyendo sobre los costos de producción de las empresas. Entre estos elementos cabe destacar los que siguen:

- (a) Los costos unitarios de la mano de obra aumentaron en tres de los cuatro sectores de la producción para los cuales se cuenta con información.
- (b) Los incrementos salariales contractuales nominales se han mantenido prácticamente constantes a lo largo del año a la vez que los pronósticos de inflación se han corregido a la baja reiteradamente. Por ello, los aumentos esperados para los salarios reales como resultado de dichas negociaciones han ido creciendo a lo largo del año y son claramente superiores a las ganancias en productividad sostenibles en el futuro próximo.

En lo que respecta a la evolución de la demanda interna, la información disponible sugiere que ésta ha experimentado una desaceleración. No obstante su crecimiento aún excede al de la producción. Ello se ha traducido en la ampliación ya comentada del déficit comercial –total y no petrolero–, en la elevada inflación anual del subíndice de precios de la educación y, eventualmente, se podría reflejar de manera generalizada en los precios de los bienes no comerciados. Finalmente, la rigidez que han mostrado las expectativas de inflación para 2001 en niveles incongruentes con la meta de mediano plazo, también podría influir negativamente sobre el costo social de alcanzar dicho objetivo. El Banco de México ha venido intensificando a lo largo del presente año la postura restrictiva de la política monetaria para inducir una corrección en estas variables y, así, evitar que las presiones inflacionarias que podrían generarse por esa vía dificulten la consolidación del proceso de estabilización.

Para lo que resta de 2000 y para el año próximo, el Banco de México considera que el entorno externo seguirá influyendo de manera generalmente positiva sobre la marcha de la economía nacional. Sin embargo, se anticipa que en 2001 dicho entorno será menos benéfico que en el presente año. En particular, el Instituto Central ha incorporado en sus pronósticos los siguientes supuestos:

- (a) La economía de los Estados Unidos experimentará una desaceleración gradual en lo que resta del año 2000 y durante 2001. En línea con los pronósticos conservadores realizados por el FMI se anticipa que el año próximo la tasa de crecimiento en dicho país sea de 3.2 por ciento. Se prevé que ese ajuste evite la aparición de presiones inflacionarias adicionales en dicha economía.

- (b) El precio del petróleo presentará una tendencia descendente del momento actual hasta el final de 2000 y a lo largo de 2001. Si bien el precio promedio previsto para 2001 es más reducido que el correspondiente para 2000, éste se ubicará, sin embargo, por encima de su promedio histórico.

En el ámbito interno se pronostica que la economía mexicana se mantenga en un proceso de desaceleración gradual. Este tendrá lugar de manera más intensa en la producción que en la demanda interna. Asimismo, para 2001 se espera una reducción significativa del déficit del sector público. El balance de los escenarios descritos en los ámbitos externo e interno tendrá como resultado previsible un aumento del déficit comercial y de la cuenta corriente. Sin embargo, de prevalecer las tendencias recientes de la balanza de pagos, es razonable prever que dicha ampliación no conlleve dificultades de financiamiento.

En el escenario base enunciado, el Banco Central también está suponiendo que la brecha entre el objetivo de inflación propuesto para 2001 y las expectativas de inflación para ese año persista en lo que resta de 2000 y en los primeros meses de 2001. Ello, aunado al crecimiento de la demanda interna, presta sustento a la perspectiva de que es necesario que se mantenga, y posiblemente que se incremente, el sesgo restrictivo de la política monetaria para alcanzar las metas propuestas. Como parte de ese escenario base, el Banco de México prevé que aunque la inflación que se acumule en el cuarto trimestre seguramente aumentará por razones estacionales, la inflación anual conservará la tendencia decreciente que ha mostrado desde febrero de 1999.

Esta previsión se encuentra sujeta a un cierto grado de incertidumbre. Por tanto, a continuación se presenta una evaluación de los riesgos, tanto internos como externos, que enfrenta la economía nacional en el futuro próximo. Como complemento de lo anterior, también se plantean las líneas de acción que se consideran apropiadas para hacer frente a dichas perturbaciones en caso de que llegaran a materializarse.

Respecto de la evolución del entorno externo, los elementos de riesgo que podrían dificultar el descenso de la inflación y limitar la expansión económica son los siguientes:

- (a) la ocurrencia de movimientos bruscos en el precio del petróleo;

- (b) una desaceleración drástica de la economía de los Estados Unidos;
- (c) un aumento no anticipado de las tasas de interés en dicho país; y
- (d) un desplome del mercado de valores estadounidense.

Los movimientos que se han dado recientemente del precio del petróleo respondieron tanto al dinamismo de la demanda global como a las restricciones de la oferta del insumo. Además, el mercado se ha visto influido por las decisiones de la OPEP en cuanto a llevar a cabo aumentos coordinados de la producción y, más recientemente, por la decisión de los Estados Unidos de utilizar su reserva estratégica con el fin de estabilizar el precio del crudo.

En el corto plazo, debido a que la producción de la gran mayoría de los países petroleros se encuentra cerca de los límites de capacidad y a que los inventarios son relativamente escasos, existe el riesgo de un repunte en el precio del energético.

Obviamente, resulta difícil determinar *a priori* el nivel que tendría que alcanzar el precio del petróleo para que su incidencia desfavorable sobre la economía mundial se tornara grave, y que sus efectos negativos indirectos sobre la economía mexicana más que compensaran sus efectos positivos directos. Las repercusiones perjudiciales arriba mencionadas se presentarían debido al impacto que un mayor precio del petróleo podría tener sobre el crecimiento económico, la inflación y los mercados financieros tanto en los Estados Unidos como en el resto de las economías desarrolladas importadoras de petróleo.

En este caso, los efectos favorables sobre la balanza de pagos de México de un precio del petróleo más elevado se verían contrarrestados por al menos dos factores: una disminución sustancial de la tasa de crecimiento de las exportaciones no petroleras y una reducción de los flujos de capital –tanto de corto como de largo plazo– hacia el país. Sin duda, dichos acontecimientos, de ocurrir, repercutirían negativamente en el mercado cambiario. Frente a esta perspectiva, la política monetaria debería reaccionar ante las primeras señales de deterioro de las expectativas de inflación por los movimientos del tipo de cambio. De esta manera, se permitiría el ajuste necesario del tipo de cambio real a la vez que se evitaría que se generasen presiones indirectas sobre la inflación.

En el mediano plazo la incertidumbre más relevante relacionada con el precio del petróleo proviene del momento en el que tenga lugar el esperado ajuste hacia su nivel de equilibrio. Asimismo, a la luz del comportamiento histórico del precio del petróleo, lo más probable es que la corrección se produzca de manera abrupta. Sin duda, la repercusión de un desenlace de esta naturaleza sobre las cuentas externas y fiscales del país sería considerable.

Finalmente, con relación a la evolución de la economía de los Estados Unidos, desde mayo y como respuesta a las señales indicativas de la desaceleración de ésta, los mercados han moderado sus expectativas respecto a aumentos futuros de las tasas de interés. Asimismo, la percepción de que el crecimiento en dicho país podría experimentar un "aterrizaje" suave ha ganado cada vez más adeptos. En concordancia, ha disminuido la probabilidad de que efectivamente ocurra el escenario pesimista comentado antes.

Sin embargo, la economía estadounidense aún presenta desequilibrios, cuya corrección desordenada podría tener consecuencias desestabilizadoras sobre los mercados financieros internacionales y sobre el crecimiento económico global. En particular, la reciente expansión económica en ese país ha estado acompañada de una ampliación considerable del déficit en cuenta corriente, una reducción importante de la tasa de ahorro privado y una apreciación sustancial del dólar. Como lo han mencionado diversos analistas, una modificación súbita de esta situación afectaría de manera drástica a los mercados financieros internacionales y al sector real de dicha economía. Además, el rápido crecimiento de la productividad conseguido en los Estados Unidos ha conducido a una elevada valuación de las acciones de las empresas en los mercados de valores. Un posible ajuste a la baja de dichos mercados, ocasionado por una revisión de las expectativas sobre las ganancias futuras en productividad o por un aumento de la tasa de interés, también tendría consecuencias dañinas sobre el crecimiento económico.

Como se ha comentado en anteriores informes sobre la inflación, de concretarse alguna de las posibilidades enunciadas sería probable que se generase una depreciación del tipo de cambio real del peso como respuesta a una mayor escasez de divisas. En esta situación, la modificación correspondiente del tipo de cambio nominal sería el mecanismo de ajuste idóneo para moverse hacia un tipo de cambio real de equilibrio más depreciado. Debido a la alta correlación histórica que existe entre las fluctuaciones cambiarias y la

inflación en México, los ajustes que se podrían presentar en la cotización del peso llevarían a un deterioro de las expectativas de inflación y, por tanto, se afectarían las negociaciones de toda clase de contratos en la economía. Por esta razón, ante indicios de que los acomodados del tipo de cambio estuvieran causando una revisión al alza de las expectativas de inflación de mediano plazo e incidiendo sobre el comportamiento de los precios de los bienes no comerciables, la autoridad monetaria reaccionará con prontitud.

Las acciones correspondientes de política monetaria no estarían dirigidas a la defensa de un nivel específico del tipo de cambio. Una de las principales ventajas de un régimen de flotación cambiaria es que proporciona la flexibilidad necesaria para que el tipo de cambio real se desplace hacia un nuevo nivel de equilibrio cuando este último se modifica en respuesta a perturbaciones externas o internas. Sin embargo, por los motivos señalados en el párrafo anterior, la revisión de las expectativas de inflación que probablemente se suscitaría a partir de una depreciación cambiaria, podría elevar el costo en términos de inflación de alcanzar un nuevo equilibrio del tipo de cambio real. Por ello, las intervenciones del Banco de México se enfocarían a lograr el acomodo necesario del tipo de cambio real al menor costo posible en términos de inflación.

Además, en dichas circunstancias también sería indispensable un ajuste fiscal. La finalidad de dicha medida sería que el sector público contribuyera a generar el incremento del ahorro interno esencial para que la economía nacional hiciera frente a un ingreso más reducido de divisas por exportaciones –petroleras y no petroleras– y a una reducción del financiamiento externo. En el caso de una caída del precio del petróleo, la restricción fiscal también sería necesaria para alcanzar las metas propuestas de finanzas públicas.

El escenario base delineado en esta sección supone que el crecimiento de la demanda interna se corregirá a fin de limitar la ampliación del déficit en la cuenta corriente y mantener su saldo en un nivel congruente con la oferta de capitales de largo plazo. Sin embargo, podría presentarse la eventualidad de que el dinamismo de la demanda interna proveniente del sector privado superara por un amplio margen al de la producción interna, o que no se efectuara la corrección de las finanzas públicas. En esas circunstancias, se profundizaría la dependencia de la economía con respecto al financiamiento externo de corto plazo, aumentándose la vulnerabilidad del proceso desinflacionario a la volatilidad de los mercados internacionales de capital. El segundo factor de riesgo

interno, es que las expectativas de inflación mantengan la rigidez exhibida hasta ahora por un período más prolongado.

De materializarse los anteriores elementos internos de riesgo, existiría una posibilidad de que se presentaran de manera simultánea. Ello, dado el hecho de que un crecimiento excesivo de la demanda interna sería la causa que explicaría la rigidez de las expectativas de inflación. En este contexto, el reto de las políticas macroeconómicas sería el de lograr una rápida disminución del crecimiento del gasto agregado interno a niveles congruentes con el crecimiento potencial de la economía. Para alcanzar este objetivo resultaría imprescindible una acción coordinada de las políticas fiscal y monetaria. Como se ha comentado ampliamente en los informes anteriores, una intervención de esta naturaleza corregiría el crecimiento de la demanda, la desviación de las expectativas inflacionarias y, probablemente, reduciría el déficit de la cuenta corriente.

En razón del alto costo que implica la instrumentación de medidas restrictivas –tanto monetarias como fiscales– en períodos en los cuales se deteriora el entorno externo, y debido a la probabilidad de que alguna de las perturbaciones aludidas tenga lugar, resulta altamente recomendable una aplicación preventiva de ambas políticas.

En particular, la materialización del ajuste del precio del petróleo a su nivel de equilibrio de largo plazo es cuestión de tiempo. Por ello, el Banco de México ha sido de la opinión de que el curso de acción más prudente para hacer frente a la coyuntura actual es comenzar a actuar desde el momento presente. Esto, con el fin de ir induciendo la moderación en el crecimiento de la demanda interna que permitirá hacer frente a un cambio súbito del entorno externo.

VI. Estrategia de Política Monetaria y Metas de Inflación

VI.1. El Objetivo de Estabilidad de Precios y la Estrategia de Política Monetaria

El objetivo prioritario de la política monetaria del Banco de México es la procuración de la estabilidad del nivel general de precios. El mandato constitucional correspondiente es reflejo de una abrumadora evidencia, tanto nacional como internacional, que señala que las inflaciones altas, e incluso las moderadas, tienen efectos muy nocivos. Estos efectos inciden sobre el crecimiento económico, los salarios reales, la creación de empleos, la distribución del ingreso, el sano desarrollo del mercado de créditos y las finanzas públicas.

La evidencia sobre los daños asociados a la inflación es tan contundente que en los últimos años ha dado lugar a que en muchas naciones se les asignase a los bancos centrales el objetivo primordial de lograr y mantener la estabilidad de precios y que se les haya dotado de autonomía. Las consecuencias de estas reformas institucionales no se han hecho esperar. En los principales países industrializados la inflación promedio disminuyó de 5 por ciento a mediados de los años ochenta a alrededor de 2 por ciento en la actualidad. Este resultado se ha observado aun con más intensidad en las economías de América Latina, en las cuales la inflación promedio descendió de 102 por ciento en la década de los ochenta a 9.5 por ciento en 1999.

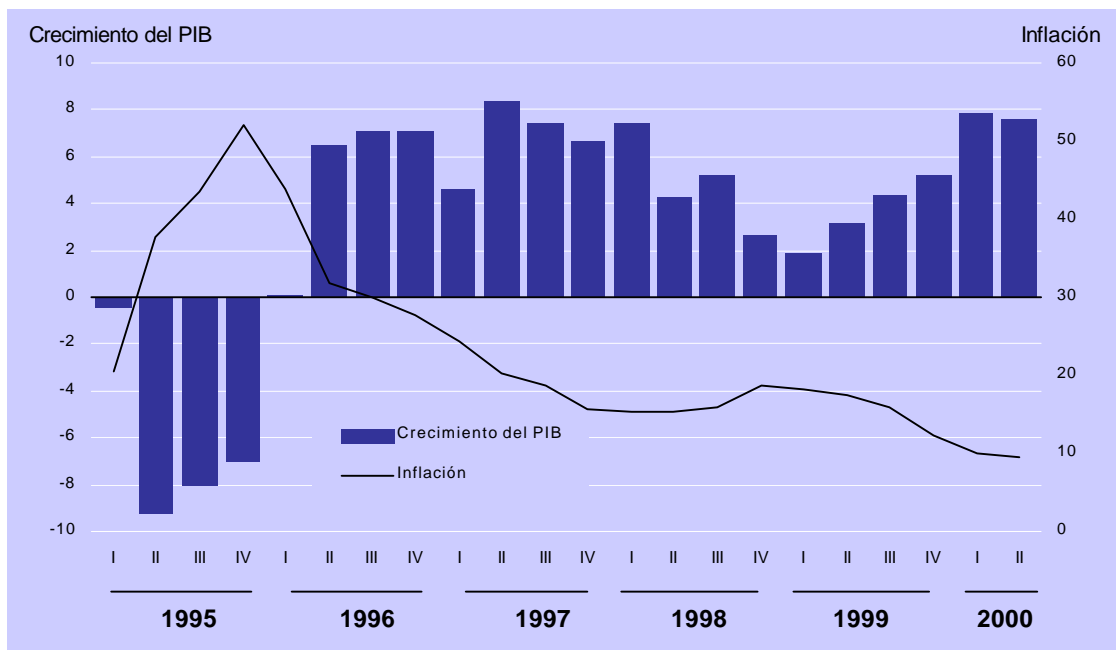
La relación inversa de largo plazo que se presenta entre la inflación y el crecimiento económico se encuentra ampliamente documentada. El fenómeno se explica por varias razones, la mayoría de ellas relacionadas con la incertidumbre que provocan las inflaciones elevadas. En primer lugar, al incrementarse la inflación aumenta la variabilidad de unos precios con respecto a otros, lo cual distorsiona las señales que los productores y consumidores obtienen del sistema de precios y, por tanto, se dificulta la toma de decisiones por parte de los agentes económicos. En segundo lugar, una elevación de la inflación, por lo general, se relaciona con mayor incertidumbre acerca de su trayectoria futura. Esta incertidumbre se

refleja en los mercados financieros a través de aumentos en las tasas de interés reales y del acortamiento en los plazos de toda índole de contratos. El aumento de las tasas de interés reales tiene su origen en el pago que exigen los acreedores de una prima para compensarlos por incurrir en el riesgo de que la inflación resulte diferente a la esperada. Por otra parte, el incremento de las tasas nominales de interés que tiene lugar para resarcir a los acreedores de la pérdida del valor real de sus activos financieros, debida al alza de los precios, obliga al deudor a amortizar aceleradamente los correspondientes créditos. Otra manera de disminuir el riesgo que conlleva la mayor incertidumbre inflacionaria es acortar los plazos de las transacciones financieras. Así, al intensificarse los fenómenos descritos, el sistema financiero entra en un proceso de desintermediación. Tasas reales de interés muy elevadas, desintermediación financiera y la mayor variabilidad de los precios relativos son causas de menores niveles de ahorro e inversión, lo cual se traduce en un crecimiento económico más lento.

Como se ha comentado en informes anteriores del Banco de México, la experiencia nacional de los pasados 40 años confirma claramente la correlación negativa que existe entre la inflación y el crecimiento económico. La evolución de la economía mexicana a lo largo de los últimos seis años también aporta pruebas fehacientes de ello, ya que el descenso de la inflación de 52 por ciento en diciembre de 1995 a un nivel esperado inferior a 9 por ciento en 2000, estuvo acompañado de un crecimiento real promedio del PIB en el período 1996-2000 de aproximadamente 5.4 por ciento (Gráfica 32).

Gráfica 32

Producto Interno Bruto e Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variaciones anuales en por ciento



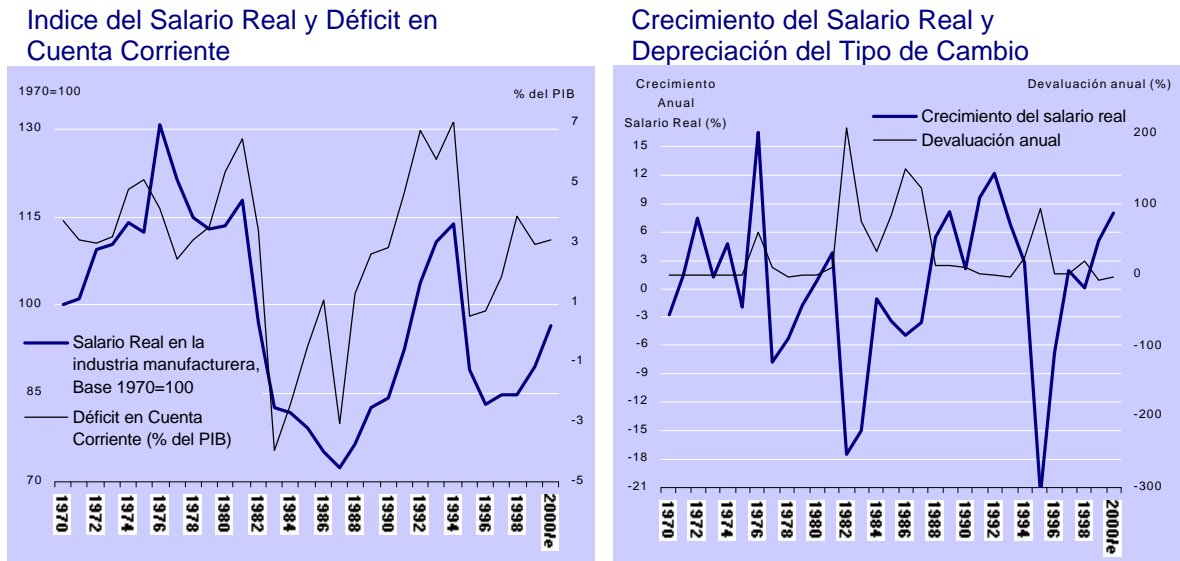
La evidencia nacional también revela sin ambigüedad que las inflaciones elevadas y las crisis recurrentes, resultado de políticas económicas incongruentes, se encuentran entre las principales causas del mal desempeño que han mostrando los salarios reales en los últimos 30 años.

De hecho, en los últimos 50 años es posible distinguir dos etapas claramente diferenciadas en cuanto a la evolución de los salarios reales en México. En la primera, de inflación baja y estable y que comprende de 1950 a 1969, los salarios reales se incrementaron de manera sustancial y continua. En este periodo la tasa anual promedio de crecimiento del salario real fue de 8.5 por ciento. En contraste, en la segunda etapa, de 1970 a la fecha, los salarios reales han mostrado un comportamiento errático, como reflejo de los ciclos de expansión y crisis que ha vivido la economía mexicana. Como consecuencia de dichas crisis, las caídas de los salarios reales han sido de tal magnitud que se han retraído a niveles incluso menores que los prevalecientes antes de las expansiones que las precedieron.

No ha sido inusual que las percepciones en términos reales se desvíen de su trayectoria sostenible de largo plazo. En los últimos 30 años, el salario real en México ha rebasado dicha trayectoria

cuando la economía se ha expandido a un ritmo más rápido que su potencial gracias a la disponibilidad de crédito externo. Durante los años setenta, el gobierno financió un elevado déficit fiscal endeudándose con el exterior. Asimismo, en la primera mitad de la década de los noventa el uso del crédito externo de nuevo se incrementó sustancialmente, pero esta vez para financiar gasto privado. En ambos casos el exceso del gasto agregado sobre el ingreso permitió un incremento temporal del salario real por encima de su nivel sostenible. La situación se mantuvo hasta que los flujos de capital extranjero se interrumpieron e incluso cambiaron de dirección dando lugar a crisis de balanza de pagos, devaluaciones bruscas y aumentos de la inflación, fenómenos que afectaron severamente al salario real (Gráfica 33).

Gráfica 33 Salario Real, Déficit en Cuenta Corriente y Tipo de Cambio: 1970-2000



Fuente: Banco de México e INEGI

La posibilidad de una mejoría sostenible de los salarios reales está determinada por la productividad del trabajo, es decir, por el valor de la aportación del factor trabajo a la producción de bienes y servicios. A su vez, dicho valor guarda una relación directa con el nivel de educación y salud del trabajador, con la calidad y cantidad de capital utilizado y con las innovaciones tecnológicas.

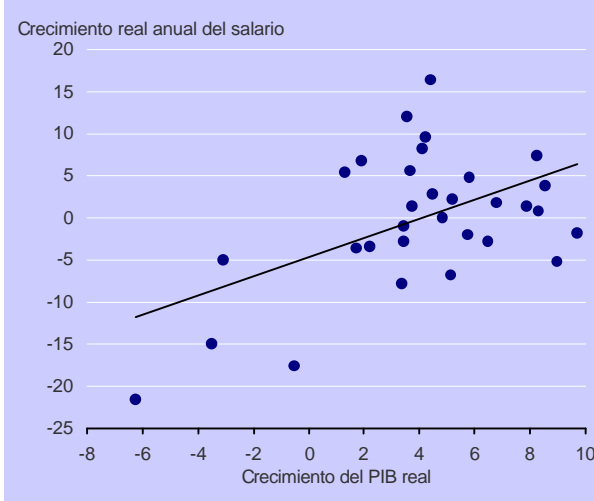
Una inflación baja y estable propicia un ambiente favorable para el crecimiento económico, el empleo, la inversión, los incrementos de la productividad de la mano de obra y la elevación continua de los salarios reales. Tal es la evidencia que se desprende de lo ocurrido en el periodo que se extiende de 1950 a 1970. Por el

contrario, el salario real en México se ha contraído drásticamente cuando el PIB ha disminuido sustancialmente y la inflación se ha elevado en forma acentuada (Gráfica 34).

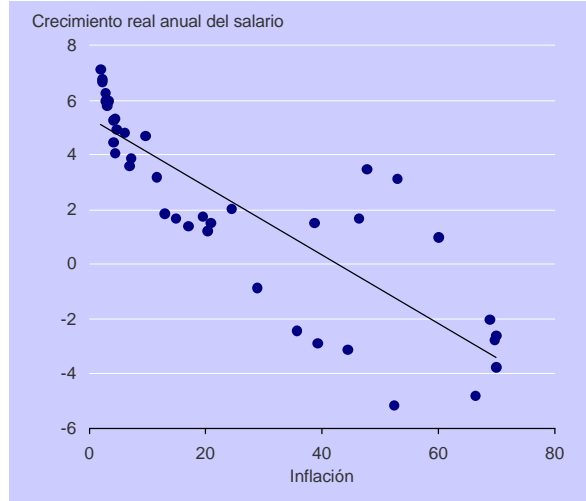
Gráfica 34

Crecimiento del Salario Real, Crecimiento del PIB e Inflación
Por ciento anual

Crecimiento del Salario Real y del PIB Real
1950-1999



Crecimiento del Salario Real e Inflación
1950-1999



Cuando los salarios nominales se incrementan a un ritmo incompatible con la inflación esperada y con la productividad del trabajo, ello puede ser un indicador adelantado de presiones inflacionarias. Por esta razón, a fin de que las ganancias del salario real sean permanentes, resulta de importancia fundamental que las negociaciones salariales se lleven a cabo teniendo como marco de referencia la inflación esperada y las ganancias viables en productividad.

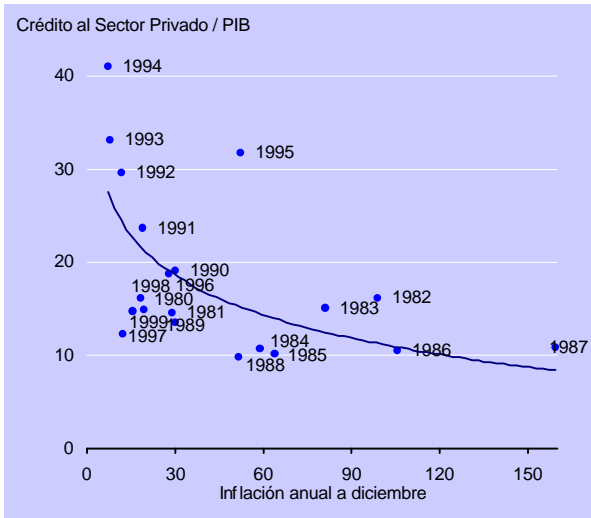
Al recomendar la congruencia de los incrementos de los salarios nominales con las metas de inflación y con las ganancias esperadas en productividad, el Banco de México persigue el objetivo final de alcanzar y preservar las condiciones de estabilidad indispensables para una elevación continua del salario real, evitando los retrocesos y costos en bienestar asociados a las crisis.

Las consecuencias perniciosas de la inflación también se reflejan en el sistema financiero y en la salud de las finanzas públicas. La incidencia de la inflación sobre la intermediación financiera se aprecia en la evolución del sistema financiero mexicano en años recientes (Gráfica 35).

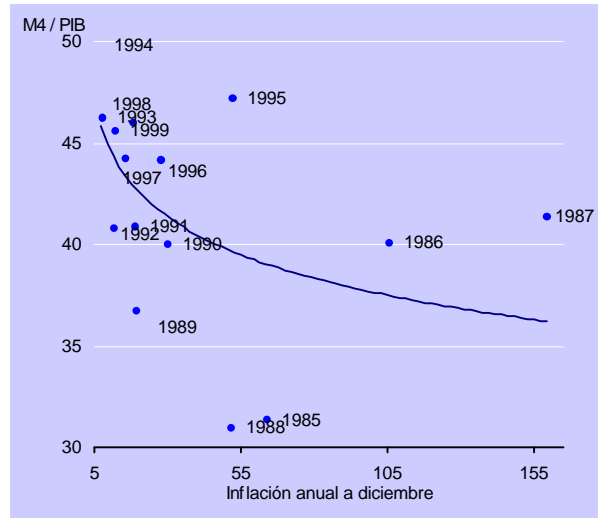
Gráfica 35

Crédito al Sector Privado no Bancario, Inflación y Cociente entre M4 y PIB
Por ciento

Crédito al Sector Privado e Inflación
1982-1999



Cociente entre M4 y PIB e Inflación
1985-1999



En cuanto a la influencia de la inflación sobre la solvencia del gobierno, al ser el sector público nacional un deudor neto, el aumento de las tasas de interés, nominales y reales, que tiene lugar cuando la inflación se incrementa, eleva el servicio de la deuda pública y lleva a un deterioro de las finanzas gubernamentales. Además, los ingresos del gobierno también se ven afectados desfavorablemente por la inflación a causa de la erosión que sufre el valor real de la recaudación tributaria entre el momento en que se devenga el impuesto y el momento en que éste se paga.

La incertidumbre económica y las elevadas inflaciones se encuentran entre las razones que explican la mala distribución del ingreso en México. Obviamente, al afectar desfavorablemente la evolución del salario real, la inflación incide sobre la distribución del ingreso. Además, las personas de bajos recursos no cuentan con acceso a instrumentos financieros que les permitan proteger sus ahorros e ingresos de las repercusiones lesivas de la inflación. En consecuencia, en épocas de inflación elevada, e incluso moderada, los ahorros e ingresos de los sectores menos favorecidos de la sociedad se ven erosionados por el crecimiento de los precios.

Este breve recuento de los efectos altamente perjudiciales que las elevadas inflaciones han tenido sobre el desempeño de la economía del país, ilustra claramente que el objetivo de estabilidad de precios no se persigue por sí mismo. A través del logro de la estabilidad de precios la política monetaria busca mejorar el bienestar de la población.

En 1999 se estableció como objetivo de mediano plazo para la política monetaria la convergencia con la inflación prevaleciente en las economías de los principales socios comerciales del país para el año 2003. Ello, con el fin de cumplir con su mandato constitucional y debido a la convicción de la Junta de Gobierno del Banco de México de que es mediante la consecución de una estabilización permanente del poder adquisitivo de la moneda cómo el Banco Central hace su mayor contribución al desarrollo económico.

Debido a que la inflación en México es aún elevada, la Junta de Gobierno ha considerado que para disminuir el crecimiento de los precios de manera permanente, es preferible una estrategia gradual ya que reduce los costos sociales del proceso. La evidencia recabada de aquellas economías que han abatido la inflación a partir de niveles similares a los que se observan hoy en día en México, confirma la pertinencia de la consideración que ha realizado este Instituto Central. Así, con el fin de brindar la mayor transparencia posible a la aplicación de esta estrategia, a continuación se establecen los objetivos de inflación que guiarán las decisiones de política monetaria en el año 2001 y en el mediano plazo.

VI.2. Meta de Inflación para el Año 2001 y Objetivo de Mediano Plazo

Un determinante fundamental de los costos del proceso desinflacionario es la credibilidad con que puedan ser recibidos por el público los anuncios de la autoridad monetaria. En la medida en que estos anuncios influyan sobre la determinación de los precios y de los salarios en la economía, las acciones de los agentes económicos serán congruentes con las metas de la autoridad en materia de inflación. En consecuencia, un consenso en el sentido indicado minimiza el grado de restricción monetaria necesaria para alcanzar el objetivo. Sin embargo, si dicha congruencia no se presenta y los precios y los salarios se establecen con base en expectativas de inflación superiores a las metas de la autoridad, ésta se verá en la necesidad de restringir más drásticamente la postura de la política monetaria. Ello, con el fin

de debilitar el crecimiento excesivo de la demanda interna y las presiones en el mercado laboral, lo cual eventualmente limitaría los aumentos de los precios y de los salarios, restableciéndose la compatibilidad entre éstos y las metas oficiales.

Para mejorar la credibilidad en los objetivos establecidos por la autoridad, el medio idóneo es un cumplimiento permanente de las metas propuestas. Sin embargo, con el fin de coadyuvar a este proceso de fortalecimiento de la confianza, la autoridad monetaria debe anunciar objetivos específicos y actuar de manera oportuna para garantizar su consecución. Por tanto, los resultados obtenidos en los últimos dos años, en los cuales la inflación fue menor que los objetivos establecidos originalmente, han sido esenciales para construir la credibilidad de las metas inflacionarias futuras.

En caso de que, por fenómenos ajenos a la aplicación de la política monetaria, la inflación se desviara de las metas de corto plazo, el Banco Central deberá explicar en forma minuciosa las causas de dicha desviación. Asimismo, la autoridad procurará estimar, en la medida de lo posible, tanto el impacto de sus acciones como el plazo en el que, a su juicio, la inflación podría regresar a la trayectoria originalmente planeada.

Con base en este planteamiento, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió incorporar en el Programa Monetario para el año 1999, además de su objetivo de inflación anual, una meta de mediano plazo: la convergencia con la inflación de los principales socios comerciales del país para el año 2003. Asimismo, en el Programa Monetario para 2000 se anunció la publicación de informes trimestrales sobre la inflación. Ello, con el fin de reportar de manera precisa y oportuna acerca de la evolución de los precios y de la aplicación de la política monetaria. Como complemento de todo lo anterior, en dichos informes se presenta una discusión detallada de la trayectoria esperada de la inflación y de los riesgos que podrían dificultar el manejo monetario en el futuro próximo.

Con el propósito de proporcionar los parámetros que sirvan para evaluar la conducción de la política monetaria en el corto y mediano plazos, la Junta de Gobierno del Banco de México ha acordado establecer como meta para 2001 una inflación anual que no exceda de 6.5 por ciento. A su vez, para diciembre de 2003 se procurará mantener la tasa de incremento anual del INPC en un nivel de 3 por ciento. En línea con estos objetivos, la meta de inflación

para 2002, la cual se anunciará oportunamente en el transcurso del año entrante, deberá encontrarse en alrededor de 4.5 por ciento.

La política monetaria debe evaluarse con una visión de largo plazo. En el corto plazo, la inflación se encuentra determinada principalmente por las medidas de política monetaria adoptadas en el pasado y por perturbaciones a los precios clave de la economía, como son el tipo de cambio, los salarios y los precios de los bienes administrados por el sector público. Sin embargo, dado que las acciones de política monetaria afectan la evolución de estos determinantes de la inflación con un rezago, en muchas ocasiones las decisiones en esta materia se toman con un horizonte que trasciende el año calendario.

Cabe destacar que como consecuencia de que en el corto plazo la inflación puede verse afectada por factores ajenos a la conducción de la política monetaria, existe la posibilidad de que en algún año en particular resulte imposible lograr la meta establecida. En tales circunstancias, el objetivo de mediano plazo adquiere la función de ancla nominal del sistema, ya que simultáneamente al reconocimiento de que la meta de corto plazo no podrá cumplirse, la autoridad monetaria deberá aplicar las medidas apropiadas para alcanzar el objetivo de mediano plazo propuesto originalmente. Estas acciones limitarían el deterioro de las expectativas inflacionarias y permitirían restablecer la trayectoria descendente de la inflación.

A continuación se discuten aquellos factores que podrían ocasionar una desviación de la inflación en el corto plazo respecto de las metas propuestas, así como las acciones de política monetaria que deberían implementarse en respuesta a ese tipo de perturbaciones.

La inflación es un fenómeno monetario y, por tanto, su erradicación requiere de la aplicación de una política monetaria congruente con los objetivos de reducción del crecimiento de los precios. En algunas ocasiones, la aplicación de una política monetaria sumamente restrictiva puede lograr en el corto plazo los resultados deseados, si bien a un costo socialmente elevado o a través de la generación de desequilibrios en algunos mercados. La eventual corrección de estos desequilibrios ocasionaría en el futuro presiones inflacionarias, por lo que la reducción inicial de la inflación no sería sostenible.

En particular, debido a la existencia de rigideces a la baja en los precios, en aquellos periodos en los cuales se requieran cambios

importantes en precios relativos, se presentarán presiones inflacionarias no anticipadas. Como ha sucedido en el pasado, las principales perturbaciones de este tipo que podría experimentar la economía nacional son dos: los aumentos en los precios administrados por el sector público y la depreciación del tipo de cambio real. Cualquiera de esas perturbaciones produciría impactos alcistas inmediatos sobre el nivel general de precios. En tales circunstancias, si la autoridad monetaria quisiera cumplir a toda costa con sus objetivos de inflación de corto plazo, tendría que inducir un movimiento en sentido contrario en el resto de los precios de la economía, de magnitud tal que compensara los impactos inflacionarios de los aumentos mencionados. Debido a la inflexibilidad a la baja que exhibe la mayoría de los precios, este ajuste sería prácticamente imposible de realizar en el corto plazo sin que sus costos resultaran demasiado onerosos. En consecuencia, ante un escenario semejante, el Banco de México, siguiendo la práctica de la mayoría de los bancos centrales del mundo, no compensaría el impacto inflacionario directo de los ajustes, lo cual redundaría en una desviación transitoria de la inflación respecto de los objetivos de corto plazo. Simultáneamente, el Banco de México restringiría la política monetaria en el grado necesario para evitar la generación de efectos secundarios sobre las expectativas inflacionarias y la inflación misma. De esta manera, las perturbaciones aludidas tendrían un impacto temporal sobre la inflación, por lo que una vez absorbidas el crecimiento de los precios regresaría a la trayectoria establecida originalmente.

Como ya se ha mencionado en otras secciones de este documento, incrementos salariales incompatibles con el crecimiento de la productividad y con los objetivos de inflación, elevan considerablemente la carga social del proceso desinflacionario. Esto se debe a que, como consecuencia de dichos aumentos, se elevarían los costos de producción de las empresas. Al enfrentar esta situación, una vez agotadas las posibilidades de absorber los mayores costos aceptando una reducción de sus utilidades, las empresas tratarían de trasladarlos al consumidor a través de alzas en sus precios. Si la autoridad monetaria acomodara estos aumentos la inflación se incrementaría, lo cual reduciría o anularía las pretendidas ganancias en el salario real.

Por el contrario, si la autoridad monetaria reaccionara restrictivamente, el resultado sería una contracción de las utilidades de las empresas, de la inversión y del empleo. En pocas palabras, la economía se vería sumergida en una situación de bajo o nulo

crecimiento. La meta oficial de desinflación se habría logrado, pero el costo del ajuste resultaría elevado.

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

Un factor fundamental que ha coadyuvado a alcanzar los objetivos de inflación establecidos en los últimos dos años es el manejo prudente que se ha hecho de las finanzas públicas. Sin embargo, como se ha señalado en diversos foros, la fortaleza fiscal que se tiene en la actualidad se encuentra parcialmente sustentada en los elevados ingresos petroleros. Esto transparenta la vulnerabilidad que muestra el marco macroeconómico y el descenso futuro de la inflación frente a una reducción súbita del precio del petróleo. La excesiva dependencia de los ingresos públicos con respecto al petróleo constituye una de las deficiencias más graves de que padece la estructura fiscal de México. Por ello, resulta de suma importancia vigorizar las finanzas públicas mediante una reforma fiscal que reduzca dicha dependencia.

En el caso de que la reforma fiscal tuviera efectos alcistas sobre los precios, en el corto plazo se produciría una desviación transitoria de la inflación respecto de las metas propuestas. No obstante, al igual que en el caso de los cambios en los precios relativos comentado anteriormente, si la acción preventiva de la autoridad monetaria logra evitar la generación de efectos secundarios, en el mediano plazo la inflación regresará a los objetivos planteados inicialmente. Además, una vez contenida la posible revisión de corto plazo de las expectativas inflacionarias, el proceso de reducción de la inflación se vería reforzado por una posición fiscal más sólida. Por tanto, aun cuando dicha reforma fiscal tuviera efectos de corto plazo sobre la inflación, la viabilidad de conseguir los objetivos de mediano y largo plazo se incrementaría.

La discusión anterior ilustra claramente los elementos que se consideran necesarios para alcanzar la meta de inflación propuesta para 2001 y la convergencia con el objetivo de inflación de 3 por ciento en 2003:

- (a) ajustes de precios administrados por el sector público con base en los objetivos de inflación;

- (b) incrementos salariales congruentes con las ganancias sostenibles en productividad y con el objetivo de inflación;
- (c) ausencia de perturbaciones externas severas –tales como reducciones de los términos de intercambio o de la oferta de capitales externos– que requieran de una modificación considerable del tipo de cambio real; y
- (d) una postura fiscal estructuralmente sólida; a este respecto, hay que reiterar que muy probablemente para alcanzar éste objetivo se tenga que llevar a cabo una reforma fiscal integral, la cual podría tener efectos alcistas sobre los precios en el corto plazo.

El Banco de México evaluaría trimestralmente en sus Informes sobre la Inflación las consecuencias del incumplimiento de una o más de estas condiciones. Acto seguido, se procuraría pronosticar la velocidad a la cual la perturbación inflacionaria podría ser absorbida. Obviamente, este ejercicio estaría sujeto a un grado considerable de incertidumbre. En el caso de la mencionada reforma fiscal o de ajustes en los precios administrados por el sector público, el seguimiento de la inflación subyacente adquiriría una mayor importancia. Esto, debido a que al excluir los efectos directos de dichas perturbaciones, su evolución sería una referencia muy útil para determinar la magnitud de los efectos inflacionarios indirectos. Además, en estas circunstancias muy probablemente se tendría que restringir la política monetaria con el objeto de regresar la inflación general a niveles congruentes con los objetivos de mediano plazo. De esta forma, se reforzaría el papel de ancla nominal de las metas de inflación y se evitaría la contaminación de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos.