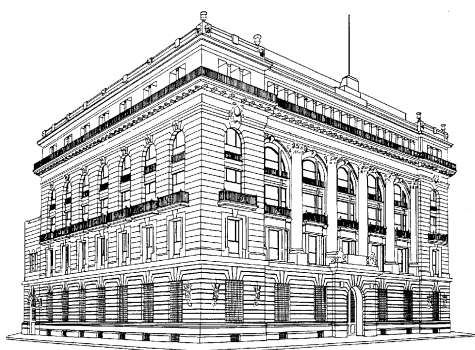


Informe sobre la Inflación

Abril – Junio 2000



BANCO DE MEXICO

JULIO, 2000

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 19 de julio de 2000. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

INDICE

I. Introducción	1
II. Evolución Reciente de la Inflación	3
II.1. Comportamiento de la Inflación durante el Trimestre	3
II.1.1. Índice Nacional de Precios al Consumidor	4
II.1.2. Inflación Subyacente	6
II.1.3. Índice Nacional de Precios al Productor	10
II.2. Principales Determinantes de la Inflación	11
II.2.1. Entorno Externo y Tipo de Cambio	12
II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo	20
II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas	26
II.2.4. Precios Administrados y Concertados	31
II.2.5. Finanzas Públicas	33
II.2.6. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación	33
II.3. Resumen de la Evolución Reciente de la Inflación	34
III. La Política Monetaria Durante el Periodo	36
III.1. Acciones de Política Monetaria	36
III.2. Evolución de los Agregados Monetarios	43
III.2.1. Base Monetaria y sus Componentes	43
III.2.2. Agregados Monetarios: M1a y M4a	45
IV. Perspectivas del Sector Privado	48
IV.1. Pronósticos sobre los Principales Determinantes de la Inflación	48
IV.2. Expectativas de Inflación	51
V. Balance de Riesgos y Conclusiones	55

I. Introducción

El desempeño de la economía mexicana durante los últimos seis meses rebasó a las expectativas oficiales y a las del sector privado. Un crecimiento más robusto que el previsto fue consecuencia del dinamismo de la demanda externa y de un muy vigoroso gasto interno. Si bien el descenso de la inflación en el presente año ha sido mayor que el esperado, el crecimiento de los precios todavía es significativamente superior al que prevalece en los principales países industrializados. El nivel actual de la inflación y el aún insuficiente ajuste a la baja de las expectativas correspondientes para el año 2001 son las principales razones por las que la Junta de Gobierno del Banco de México ha mantenido -e incluso intensificado- la postura restrictiva de la política monetaria.

La economía mundial también ha mostrado una fortaleza mayor que la pronosticada cuando se publicó el Informe sobre la Inflación: Enero – Marzo 2000. Así, el crecimiento en las economías de mercados emergentes y en Europa se ha acelerado, mientras que el ritmo de la expansión económica en los Estados Unidos todavía no muestra signos inequívocos de debilitamiento. En contraste, Japón aún se encuentra inmerso en una situación delicada.

El ritmo actual de la expansión económica global trae consigo un riesgo latente de presiones inflacionarias. Esto es especialmente cierto para la economía de los Estados Unidos, en la cual, como se dijo, la evidencia de una desaceleración es aún tentativa. Además, debido al marcado incremento del precio internacional del petróleo, los precios al consumidor aumentaron en la mayoría de las naciones importadoras del energético.

Estos desarrollos subrayan la necesidad de vigilar muy cercanamente la evolución de los distintos factores de riesgo, tanto externos como internos. Al respecto conviene señalar aquéllos que podrían incidir sobre la conducción de la política económica y, en particular, llevar a que se requiriesen posturas más restrictivas. Primeramente, el dinamismo de la demanda agregada en México podría continuar superando las previsiones, especialmente en un contexto caracterizado por la confianza y el optimismo, como lo es el actual. En segundo lugar, aunque la información más reciente es tranquilizadora, no es posible descartar todavía la eventual

acumulación de presiones inflacionarias en los Estados Unidos. Por último, la capacidad que ha mostrado la economía mexicana para producir bienes y servicios, sin que se recrudezcan las presiones inflacionarias, podría estar alcanzando su límite.

En el presente documento se intenta dar respuesta a estas interrogantes y a sus implicaciones. La finalidad es compartir con el público el panorama que sirve de fundamento para la toma de decisiones en materia de política económica.

II. Evolución Reciente de la Inflación

En esta sección se reportan los aspectos más destacables del comportamiento de la inflación y de sus principales determinantes durante el segundo trimestre de 2000.

II.1. Comportamiento de la Inflación durante el Trimestre

La evolución de la inflación en el periodo fue favorable. Esta conclusión se sustenta en el análisis de los diferentes índices de precios y cuyos principales resultados se presentan a continuación:

- (a) la inflación anual se mantuvo en la tendencia descendente que muestra desde febrero del año pasado, lográndose alcanzar con varios meses de anticipación una inflación inferior a 10 por ciento;
- (b) la reducción de la inflación anual general se ha moderado, debido al repunte de la correspondiente a los productos agropecuarios y de los bienes administrados y concertados por el sector público;
- (c) las distintas mediciones de la tendencia inflacionaria de mediano plazo mostraron una trayectoria a la baja durante el trimestre;
- (d) la inflación anual subyacente sigue cayendo a una tasa similar a la observada en los últimos meses y ya se ubicó por debajo de la inflación del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC); y
- (e) la inflación anual subyacente de las mercancías fue la más baja de los últimos 78 meses y significativamente menor que la de los servicios. Este comportamiento indica que, a la fecha, los movimientos cambiarios observados en el trimestre no han afectado el crecimiento de los precios.

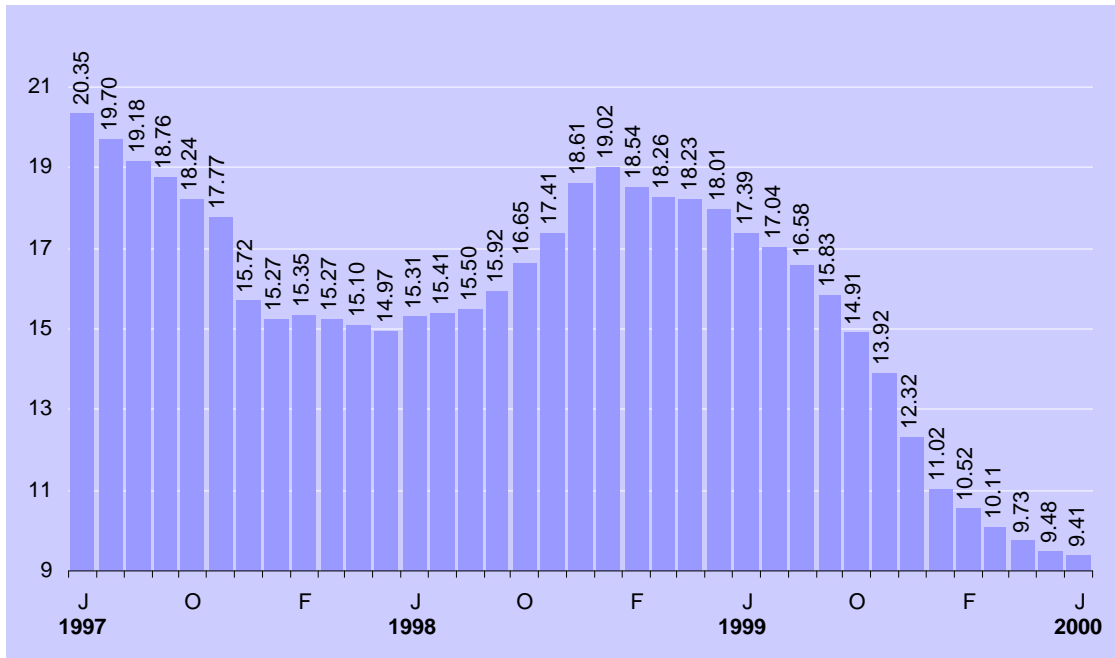
En contraste, la tasa de incremento anual del Índice de Precios al Productor (INPP) sin petróleo y sin servicios aumentó durante el segundo trimestre.

A continuación se describe y analiza la evolución de los diferentes índices de precios durante el trimestre abril-junio.

II.1.1. Índice Nacional de Precios al Consumidor

Como se anticipaba en el Informe sobre la Inflación: Enero-Marzo 2000, en el segundo trimestre del año la inflación anual disminuyó de manera importante. Asimismo, la inflación acumulada fue menor que la observada en el mismo periodo de 1999 y en el primer trimestre de 2000. En junio del presente año la inflación anual cerró en 9.41 por ciento (Gráfica 1).

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



El crecimiento del nivel general de precios en abril y mayo resultó más reducido que el esperado por los analistas del sector privado (Cuadro 1). Por contra, en junio la inflación fue superior a la anticipada, lo cual se explica por el aumento de los precios de los productos agropecuarios, principalmente de las frutas y verduras.

Cuadro 1

Inflación Observada y Esperada del INPC durante el Trimestre Abril-Junio

Variación en por ciento

	2000		1999	
	Inflación Mensual		Inflación Mensual	
	Observada	Esperada 1/	Observada	Esperada 1/
Abril	0.57	0.66	0.92	0.95
Mayo	0.37	0.53	0.60	0.86
Junio	0.59	0.52	0.66	0.78

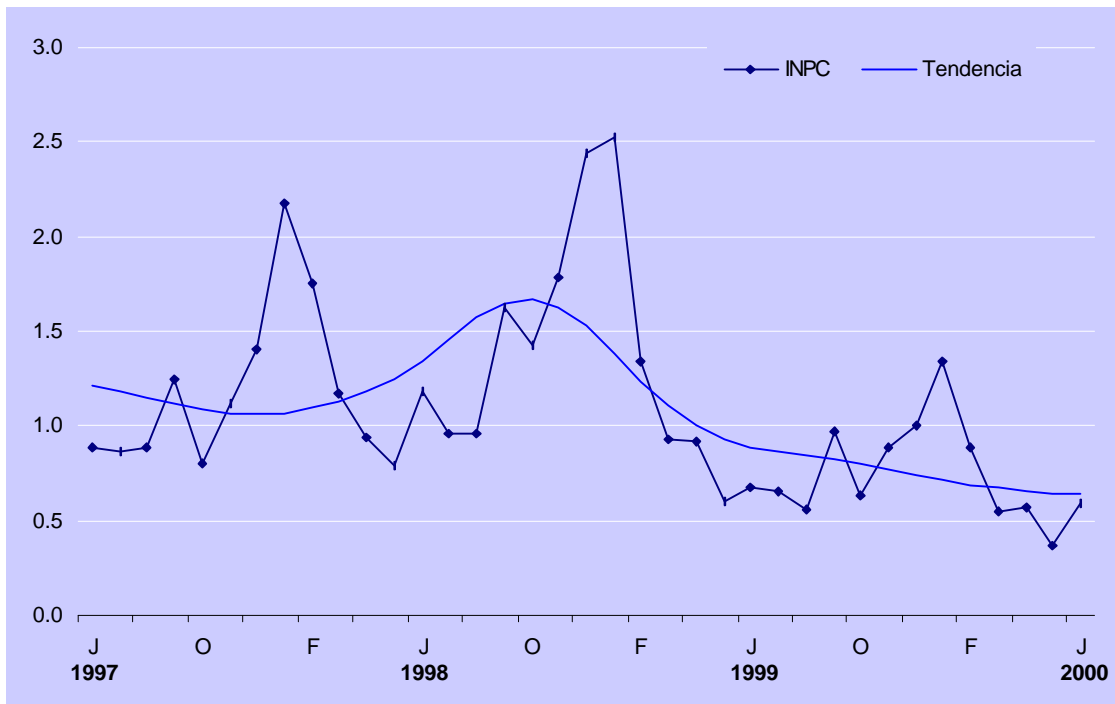
1/ Inflación esperada al final del mes previo según la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que elabora el Banco de México.

Durante el periodo abril-junio, la inflación mensual continuó mostrando una trayectoria decreciente (Gráfica 2). Si bien los resultados del trimestre se vieron reforzados por fenómenos estacionales favorables, también la serie de tendencia¹ de este indicador señala un descenso claro.

Gráfica 2

Indice Nacional de Precios al Consumidor

Variación mensual en por ciento



¹ Calculada a partir del proceso estadístico X12 ARIMA. Este método suaviza la serie original mediante la utilización de promedios móviles.

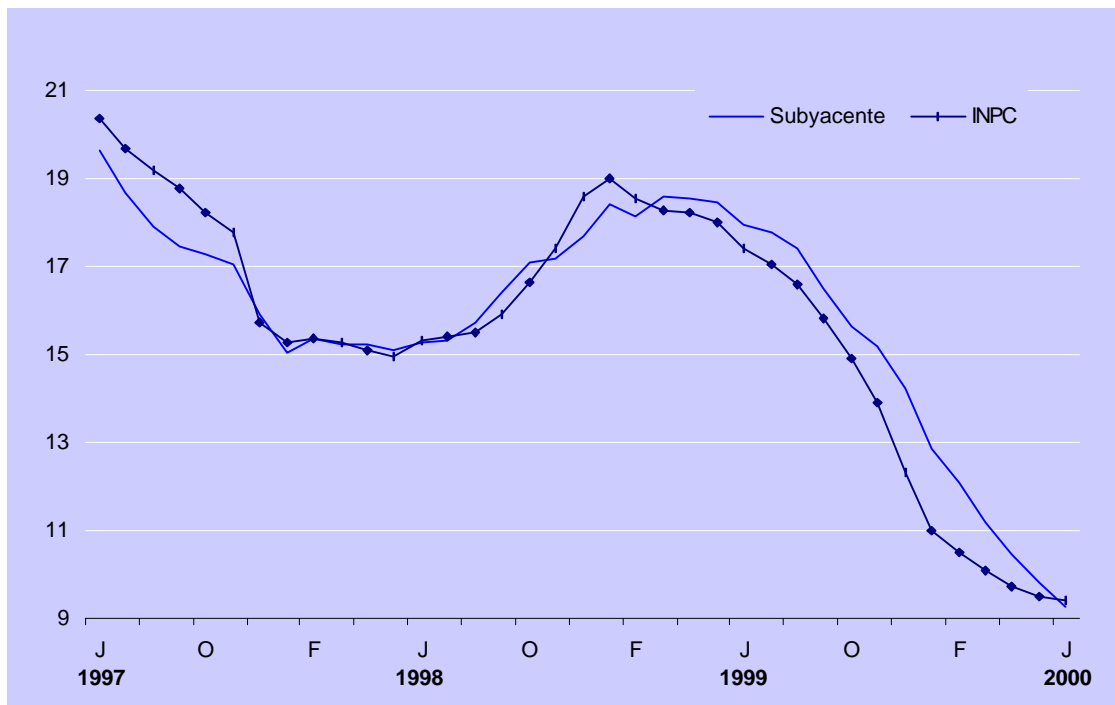
II.1.2. Inflación Subyacente

Un indicador que utiliza el Banco de México para identificar presiones inflacionarias de mediano plazo es la inflación subyacente². Durante el trimestre, ésta disminuyó en mayor proporción que la inflación del INPC. La trayectoria de la inflación subyacente confirma que el proceso de desinflación que tiene lugar desde principios de 1999 se debe al desempeño de la mayoría de los precios de los distintos bienes y servicios que integran la canasta del INPC y no a que solamente un subconjunto de éstos haya tenido un crecimiento más lento. En junio de 2000, la tasa de incremento anual del índice de precios subyacente resultó de 9.29 por ciento, mientras que en marzo anterior había sido de 11.16 por ciento (Gráfica 3).

Gráfica 3

Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente

Variación anual en por ciento



Al cierre del segundo trimestre de 2000, por primera vez en 16 meses, la inflación anual subyacente se ubicó por debajo de la del INPC. Este resultado indica que la caída de los precios de ciertos

² Una explicación detallada de la metodología para construir el índice de precios subyacente se puede consultar en el Informe sobre la Inflación: Enero-Marzo 2000, pp. 53-59.

bienes y servicios, ha dejado de contribuir al descenso de la inflación general. Al respecto, destaca lo siguiente:

- (a) la inflación anual de los precios de productos agropecuarios cerró al mes de junio en tan sólo 3.91 por ciento (Cuadro 2). Sin embargo, al examinar el crecimiento trimestral del índice de estos precios se detecta que su comportamiento favorable se interrumpió en el periodo abril-junio, en el cual la tasa de crecimiento acumulada resultó de 4.60 por ciento y fue superior a la del INPC (1.54 por ciento);
- (b) la inflación trimestral de los precios administrados y concertados resultó menor que la del primer trimestre del año debido a la estacionalidad de las tarifas eléctricas; sin embargo, esta tasa fue mayor que la registrada en el mismo periodo del año anterior. Así, la tasa de crecimiento anual del índice de estos precios aumentó de marzo a junio del presente año; y
- (c) el incremento anual de los precios de la educación descendió ligeramente durante el trimestre. La elevada tasa observada es reflejo todavía de los aumentos en este rubro que tuvieron lugar en septiembre de 1999.

Las trayectorias recientes de los precios administrados y concertados y de los productos agropecuarios son las principales causas que explican la desaceleración del descenso de la inflación general. Ello, toda vez que la velocidad de reducción de la inflación subyacente se ha mantenido constante. Lo anterior ha llevado a que la inflación subyacente se sitúe en un nivel inferior a la general.

Cuadro 2 **Indices de Precios: INPC, Subyacente, Productos Agropecuarios, Educación y Administrados y Concertados**

Variación en por ciento

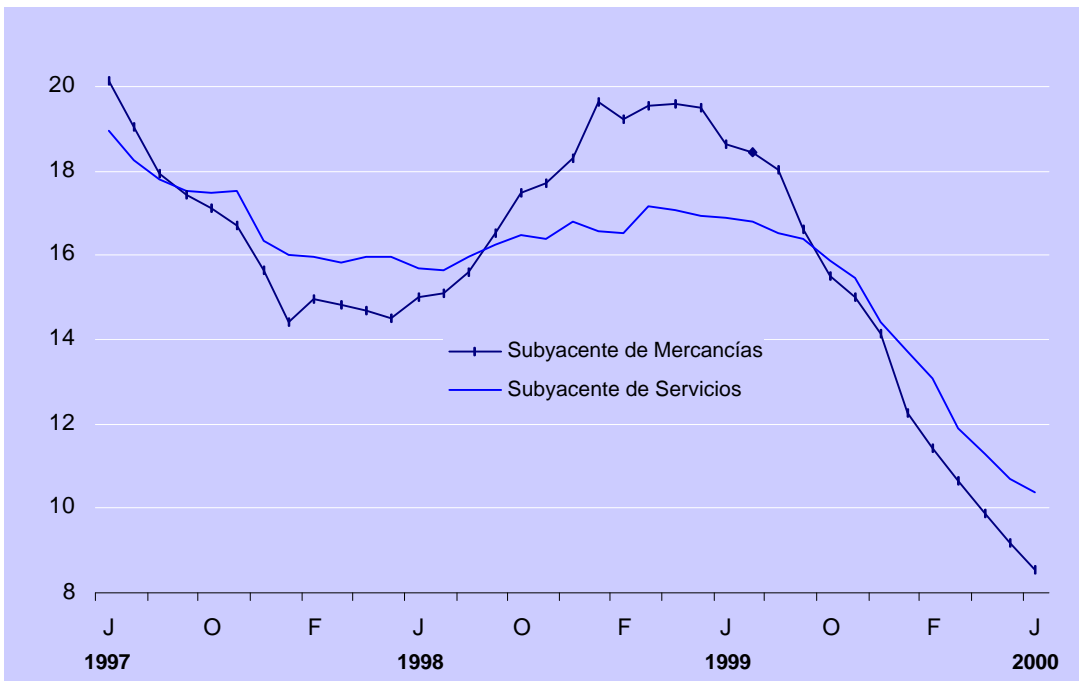
	Variaciones Anuales			Variaciones Trimestrales		
	Junio 2000/ Junio 1999	Marzo 2000/ Marzo 1999	Junio 1999/ Junio 1998	Junio 2000/ Marzo 2000	Marzo 2000/ Dic. 1999	Junio 1999/ Marzo 1999
INPC	9.41	10.11	17.39	1.54	2.81	2.19
Subyacente	9.29	11.16	17.94	1.38	3.21	3.12
Agropecuarios	3.91	-0.17	13.88	4.60	-0.84	0.49
Educación	17.66	17.98	17.52	0.71	1.82	0.99
Administrados y Concertados	12.54	12.31	17.91	0.32	3.96	0.11

Para identificar con mayor precisión las principales causas de la elevación de los precios, conviene separar a la canasta del índice de inflación subyacente en dos categorías: mercancías y servicios³. En el trimestre abril-junio, la inflación anual subyacente de las mercancías acabó siendo inferior a la de servicios (Gráfica 4). Dicho resultado es indicativo de la influencia que ha tenido la estabilidad del tipo de cambio sobre el descenso reciente de la inflación. El incremento anual del subíndice de precios subyacente de las mercancías al mes de junio de 2000 resultó de 8.55 por ciento, en tanto que había sido de 10.67 por ciento al cierre del trimestre anterior. El abatimiento de la inflación también es patente en el sector de los servicios, cuyos precios han seguido a los de las mercancías. En junio de 2000 la tasa anual de incremento del índice de precios subyacente de los servicios fue de 10.39 por ciento, lo que contrasta con la tasa de 11.89 por ciento que se registró en marzo previo. La evolución de los precios en el sector servicios ha sido positiva y muestra una clara tendencia a la baja, aunque su ritmo de aumento todavía es superior a 10 por ciento. Ello se debe a los efectos de la aún incompleta convergencia de las expectativas de inflación con la meta anunciada, lo cual incidió sobre las revisiones de los salarios contractuales.

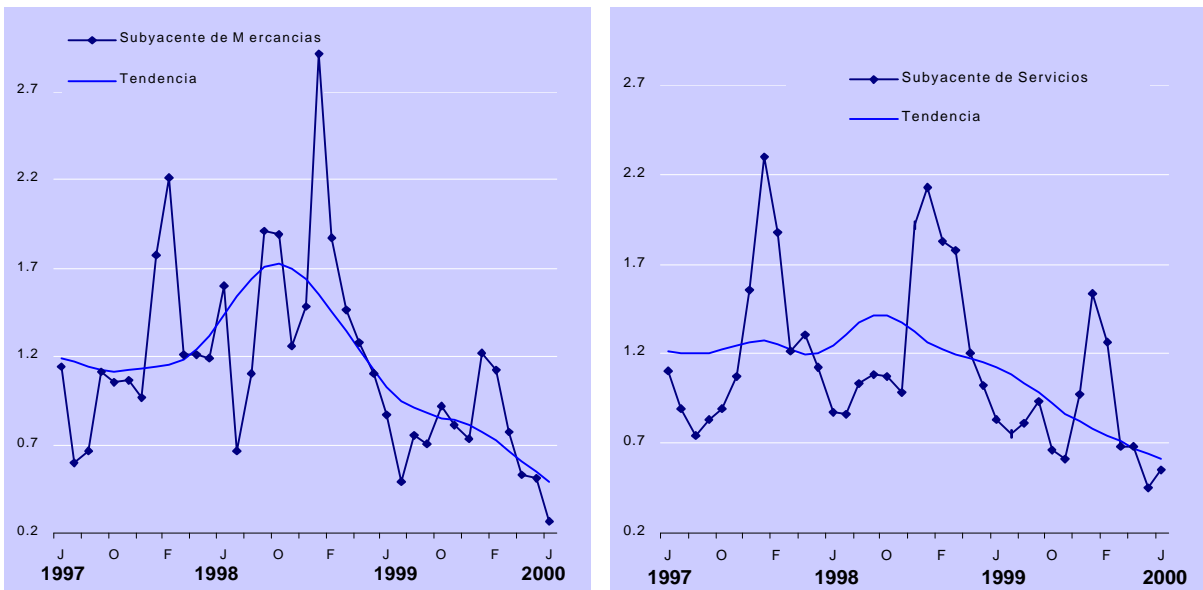
Las inflaciones mensuales subyacentes, tanto de las mercancías como de los servicios, presentan un panorama similar y alcanzaron en el mes de junio niveles respectivos de 0.22 y 0.55 por ciento. Durante el trimestre objeto de este Informe, la tendencia de estos dos indicadores de inflación continuó a la baja (Gráfica 5).

³ El precio de las mercancías es muy sensible a los movimientos cambiarios, ya que por lo general éstas se comercian internacionalmente. Por otra parte, el precio de los servicios responde principalmente a las expectativas de inflación y a los salarios, dado que en lo fundamental son no comerciables.

Gráfica 4 **Inflación Subyacente de Mercancías y de Servicios**
Variación anual en por ciento



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

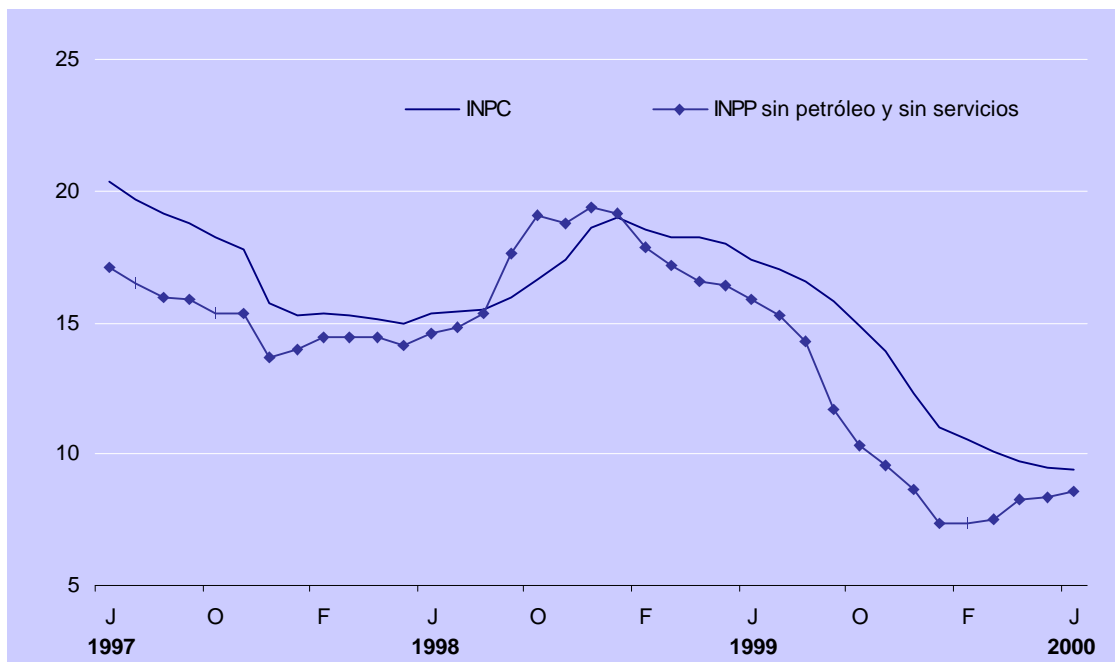


II.1.3. Índice Nacional de Precios al Productor

Las variaciones del INPP sin petróleo y sin servicios pueden ser un indicador adelantado de las presiones inflacionarias. Por este motivo, el aumento reciente de la inflación anual de dicho índice, que pasó de 7.53 por ciento en marzo a 8.59 por ciento en junio, constituye una señal de alerta sobre el comportamiento futuro de la inflación general (Gráfica 6). Si bien el repunte de la inflación del INPP sin petróleo y sin servicios se explica principalmente por los aumentos de los precios del sector agropecuario, la tasa de crecimiento anual de los precios productor de la industria manufacturera también subió de 8.16 por ciento en marzo a 8.47 por ciento en junio. Esto podría deberse a las alzas de los precios de algunos insumos de la producción, como los energéticos y la mano de obra. De ser el caso, éste constituiría uno de los primeros indicios de que las presiones de demanda agregada ya se están reflejando en mayores incrementos de precios.

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 abril-junio de 2000 la inflación anual de los precios al consumidor, tanto del índice general como del subyacente, se situó por debajo de 10 por ciento. Lo anterior hace probable que para el año en su conjunto el objetivo

propuesto se logre con cierta holgura. Durante el periodo, la tendencia decreciente de la inflación se confirmó y se consolidó como un proceso global en las cotizaciones de los distintos grupos de bienes y servicios que integran la canasta del INPC. Sin embargo, en el trimestre analizado se presentaron tres fenómenos desfavorables: a) la interrupción de la contribución al abatimiento de la inflación que desde 1999 venían haciendo los precios de los productos agropecuarios, b) la inflación anual de los precios administrados y concertados por el sector público se mantuvo por encima de 10 por ciento y c) la tasa de incremento del INPP sin petróleo y sin servicios aumentó ligeramente.

II.2. Principales Determinantes de la Inflación

El crecimiento de los precios en la economía se encuentra influido por los siguientes factores: 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, por fenómenos transitorios como lo han sido recientemente los cambios de los precios de los productos agropecuarios. A fin de profundizar en el análisis de la dinámica inflacionaria reciente, en la presente sección se examina la evolución de los factores mencionados. Entre las principales tendencias que se observaron en el trimestre destacan las siguientes:

- (a) la incertidumbre sobre posibles presiones inflacionarias en los Estados Unidos y el curso futuro de la política monetaria de ese país y la asociada al proceso electoral en México generaron una depreciación de la moneda nacional mayor que la anticipada. Sin embargo, la depreciación que experimentó la moneda en junio se revirtió en su totalidad después del desarrollo normal de los comicios del 2 de julio;
- (b) las revisiones salariales contractuales no incorporaron plenamente el ajuste a la baja que tuvieron las expectativas de inflación;
- (c) el aún vigoroso crecimiento de la demanda agregada es un elemento que aumenta la vulnerabilidad del proceso desinflacionario; y

- (d) la inflación se ha visto afectada negativamente por los incrementos de los precios del gas doméstico y de los productos agropecuarios.

II.2.1. Entorno Externo y Tipo de Cambio

La evolución de los mercados financieros internacionales determina, en buena medida, las condiciones de contratación y montos del financiamiento externo que enfrenta la economía mexicana. Por su parte, la situación económica prevaleciente en los principales socios comerciales del país y los precios internacionales de las materias primas se cuentan entre los factores que influyen sobre el comportamiento de las exportaciones nacionales. Las variables mencionadas afectan a la oferta de divisas, la cual, junto con la demanda, determina la cotización del peso. A su vez, ésta es una de las variables más importantes que inciden sobre la trayectoria de la inflación.

Durante el trimestre abril–junio de 2000, el entorno externo de la economía mexicana mostró una evolución menos favorable que la prevaleciente a lo largo del trimestre anterior. Varios factores, unos positivos y otros negativos, fueron cruciales en la conformación de ese panorama. Por un lado, los elevados precios del petróleo siguieron representando una influencia claramente benéfica para la balanza comercial de México. Por otra parte, el encarecimiento del petróleo y el dinamismo de las principales economías desarrolladas agudizaron la incertidumbre sobre la aparición de presiones inflacionarias y, por tanto, sobre las acciones a tomarse por la Reserva Federal y por el Banco Central Europeo. Esta situación afectó a los mercados financieros internacionales, lo cual repercutió en los mercados nacionales. Si bien el robusto crecimiento de la economía de los Estados Unidos ha continuado, algunos indicadores de su evolución, dados a conocer durante la segunda mitad del trimestre, señalan que la actividad económica en ese país ha comenzado a moderarse. De confirmarse esta tendencia, se elevaría la probabilidad de que la economía de los Estados Unidos experimente un “aterrizaje suave” hacia su tasa de crecimiento de largo plazo, estimada entre 3.5 y 4 por ciento. No obstante que en el corto plazo este acontecimiento frenaría a la economía mexicana, el hecho de que los Estados Unidos logren volver a una tasa de crecimiento económico sostenible sin incurrir en una recesión, representa el escenario más deseable para la economía mundial y también para la de México.

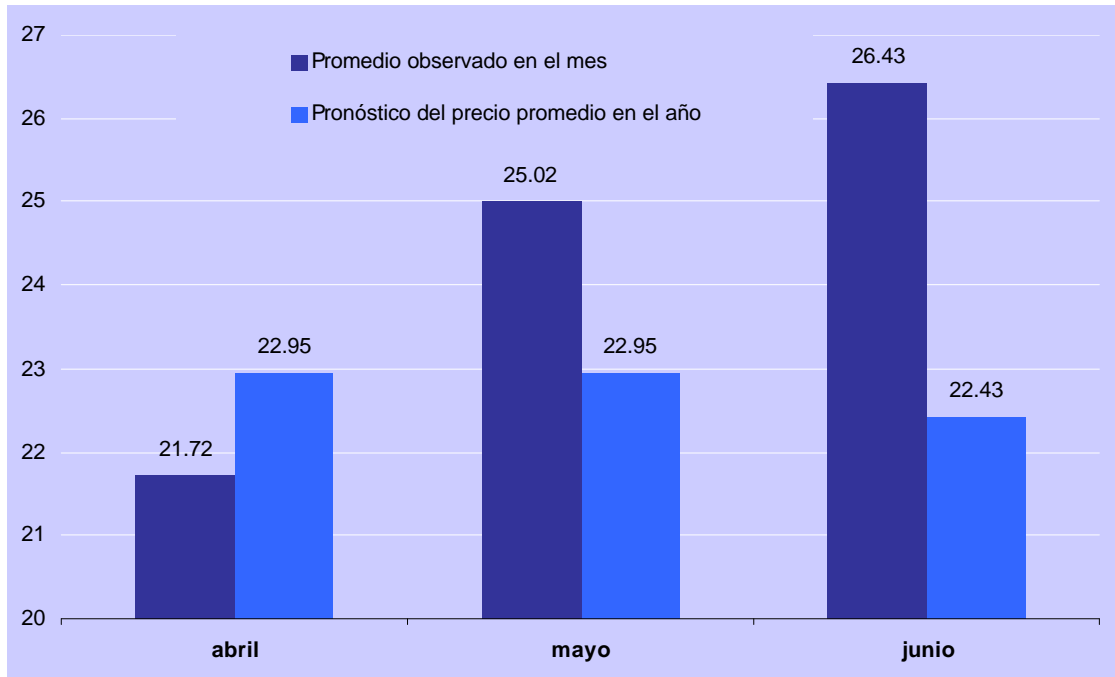
II.2.1.1. Precio del Petróleo

Durante el segundo trimestre de 2000 el precio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación resultó superior al nivel promedio anticipado al principio del trimestre y al utilizado en la elaboración del presupuesto. A partir del máximo histórico alcanzado en marzo, dicho precio se ubicó en abril en un promedio de 21.72 dólares por barril, incrementándose de manera importante en los meses posteriores para situarse en 26.43 dólares por barril en junio (Gráfica 7). Los elevados precios del petróleo explican el crecimiento anual de 99.6 por ciento de las exportaciones petroleras registrado en junio. Este resultado, como se comentará posteriormente, contribuyó a limitar la ampliación del déficit de la balanza comercial y a propiciar la estabilidad del tipo cambio. Por otra parte, los efectos negativos sobre la inflación de los aumentos del precio del petróleo y el crecimiento económico mundial repercuten en las tasas de interés internacionales, las cuales inciden a su vez sobre los flujos de capital hacia los mercados emergentes. A través de este segundo mecanismo, los incrementos del precio del petróleo afectan desfavorablemente a la economía nacional. Hasta el momento, el balance de la elevación del precio del petróleo sobre la economía mexicana ha sido positivo.

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.

II.2.1.2. Evolución de la Economía de Estados Unidos

El crecimiento real de la economía de los Estados Unidos durante el primer trimestre del año resultó de 5.5 por ciento. Esta elevada tasa de expansión estuvo influida de manera importante por un incremento anual de 7.7 por ciento del consumo privado. Los indicadores del desempeño de dicha economía, dados a conocer a la tercera semana de mayo, revelaban que el dinamismo observado en el primer trimestre se mantenía. Cabe señalar que se anticipaba una ligera desaceleración a causa esencialmente de la reversión de fenómenos estacionales. Durante estos meses, la incertidumbre sobre el posible surgimiento de presiones inflacionarias en los Estados Unidos y sobre una eventual reacción de la Reserva Federal incidió desfavorablemente sobre los mercados bursátiles de ese país y del mundo. El índice NASDAQ, que mide la evolución de los precios de las acciones de empresas de tecnología avanzada, fue el más afectado ya que entre finales de marzo y mediados de abril sufrió una caída acumulada de más de 33 por ciento. La preocupación relativa a un posible sobrecalentamiento indujo a la Reserva Federal a incrementar el nivel objetivo de la tasa de fondos federales en 50 puntos base en su reunión del 16 de mayo.

No fue sino hasta finales de mayo cuando se percibieron señales de una desaceleración en el ritmo de expansión de la demanda agregada en los Estados Unidos⁴. Lo anterior dio lugar a que la Reserva Federal decidiera no modificar el objetivo para la tasa de fondos federales en su reunión del 28 de junio. Sin embargo, los indicios de dicha desaceleración son todavía ambiguos. Por ello, solamente han afectado la estimación del crecimiento económico para el segundo trimestre, a la vez que se ha mantenido prácticamente inalterado el pronóstico para el año 2000 en su conjunto. Actualmente, la expectativa de los analistas es que la economía de los Estados Unidos crezca a una tasa anualizada de 3.6 por ciento en el segundo trimestre y de 4.7 por ciento para todo el año.

La mayor probabilidad de que la expansión de la economía de los Estados Unidos se pueda acercar de manera gradual al ritmo que se considera como sostenible, ha disminuido ligeramente la preocupación acerca de la aparición de presiones inflacionarias significativas en el futuro. De esta manera, si bien todavía no se descartan aumentos ulteriores en el objetivo para la tasa de fondos

⁴ El crecimiento real anualizado del gasto de consumo en abril y en mayo fue cercano a 3 por ciento, muy por debajo del promedio de 7.7 por ciento de los primeros tres meses del año. Además, las ventas de autos durante mayo disminuyeron uno por ciento con respecto al año anterior. Finalmente, se registró una caída significativa en el empleo durante el mes.

federales, se ha reducido la probabilidad de una corrección brusca en el crecimiento económico y en los mercados financieros de los Estados Unidos.

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. En Europa la tasa de expansión esperada para el año 2000 ha sido revisada al alza, de 2.8 por ciento en octubre de 1999 a 3.2 por ciento en la actualidad. Esto, aunado a la debilidad del euro y a los elevados precios de los energéticos, ha generado en la zona presiones inflacionarias. Para hacerles frente, durante el año el Banco Central Europeo ha aumentado su tasa de interés objetivo en 125 puntos base y los principales analistas financieros esperan incrementos adicionales en el segundo semestre. En Asia, mientras que el dinamismo de las economías recientemente industrializadas se ha mantenido, Japón aún se encuentra inmerso en una situación delicada y se espera que apenas crezca a una tasa cercana a uno por ciento en el año 2000. Finalmente, las economías de América Latina han recobrado niveles aceptables de crecimiento, aunque la recuperación no ha sido uniforme. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en el pasado, durante 1998 y 1999, años en los cuales la región sufrió perturbaciones externas de consideración, la inflación se mantuvo en una tendencia decreciente.

La Inflación en América Latina

Durante los años setenta y principios de la década de los ochenta diversos problemas institucionales y estructurales condujeron a que se gestaran desequilibrios macroeconómicos severos en varios países de América Latina. Por ello, en ese periodo resultó sumamente difícil para los bancos centrales de la región mantener la estabilidad de precios.

Así, en los años ochenta y comienzos de los noventa, los países latinoamericanos se caracterizaron por altos niveles de inflación e incluso, en algunas situaciones extremas, por hiperinflación. Destaca al respecto el caso de Argentina, país cuya inflación promedio en la década de los ochenta fue de 750 por ciento y que alcanzó niveles de 20,266 por ciento en marzo de 1990. Brasil fue otro ejemplo ilustrativo. La inflación anual promedio en esa nación durante los años noventa fue de 665 por ciento, llegando en abril de 1990 a un máximo de 6,821 por ciento. En la misma situación se encontró Perú que sufrió una inflación anual de 12,378 por ciento en agosto de 1990 y cuyo promedio para la década cerró en 794 por ciento.

**Cuadro 1
INFLACION ANUAL PROMEDIO**

	1970s	1980s	1990s	1999
LATINOAMERICA	32.04	102.11	110.03	9.57
ARGENTINA	136.21	750.36	145.75	-1.81
BRASIL	37.83	431.74	665.39	8.63
CHILE	178.59	20.70	10.77	2.31
COLOMBIA	20.08	23.29	21.74	9.77
ECUADOR	12.06	35.75	39.82	60.71
MEXICO	15.50	69.73	20.21	12.32
PERU	29.10	527.60	793.88	3.73
VENEZUELA	7.72	23.93	46.36	20.03

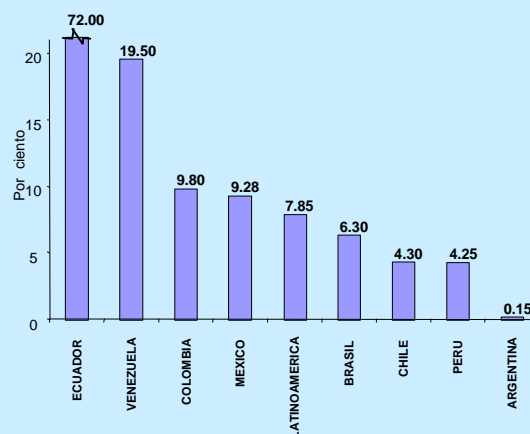
Durante el período 1988-1995 la mayoría de los países de la región adoptó enérgicos programas de reforma estructural, los cuales tuvieron profundas influencias sobre la transformación de sus bancos centrales. Cabe destacar algunos de los factores que impulsaron dicha transformación. Primeramente, la evidencia cada vez más convincente de los altos costos que implica la inflación en términos de crecimiento económico, distribución del ingreso y solidez del sistema financiero. En segundo lugar, la corrección del desequilibrio estructural de las finanzas públicas y la tendencia al fortalecimiento de las instituciones fiscales disminuyeron las presiones sobre los bancos centrales para monetizar los déficit públicos.

Finalmente, también tuvo gran peso la apertura comercial y financiera.

Estos factores influyeron para que se otorgase autonomía a algunos bancos centrales de América Latina y para que se les asignara como objetivo prioritario el de procurar la estabilidad de los precios.

Como resultado de las reformas enunciadas, durante los últimos años pudo constatar un importante descenso del nivel de la inflación en América Latina. La tendencia continuó hasta alcanzar en 1999 un promedio inferior a 10 por ciento anual. Es de destacarse que aquellos países que sufrieron las inflaciones más elevadas (Argentina, Brasil, Chile y Perú) son ahora los que gozan de una mayor estabilidad así como de las expectativas de inflación más baja para el presente año. Contrasta lo anterior con los casos de México, Colombia, Venezuela y Ecuador, países que no llegaron a tener niveles tan extremos de crecimiento de los precios. Sin embargo, en estos países la expectativa de inflación para el año 2000 es mucho mayor que el promedio esperado de 7.85 por ciento para la totalidad de América Latina.

**Gráfica 1
INFLACION ESPERADA PARA EL AÑO 2000***



* Promedio de las expectativas de los bancos J.P. Morgan, Goldman-Sachs, Deutsche Bank y Credit Suisse.

Si bien en México la inflación ha descendido de 52 por ciento en 1995 a 9.4 por ciento en junio del presente año, esta última tasa resulta todavía muy elevada. Es por ello que el Banco de México ha adoptado como objetivo de mediano plazo que la inflación converja con los niveles prevaletentes en las economías de los principales socios comerciales del país en el año 2003.

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

Como se mencionó anteriormente, las repercusiones del entorno externo sobre la economía nacional se materializan principalmente a través del comportamiento de las exportaciones nacionales y de los flujos de capital. El aumento del precio del petróleo y la expansión de la economía de los Estados Unidos influyeron en forma positiva sobre las exportaciones de México. Así, al mes de junio las exportaciones totales, petroleras y manufactureras crecieron a tasas anuales acumuladas de 24.3, 115.7 y 19.1 por ciento respectivamente.

A continuación se analiza el impacto de las condiciones prevaecientes en los mercados financieros internacionales sobre la economía nacional. A este respecto, cabe resaltar que la deuda del gobierno mexicano denominada en moneda extranjera cuenta con un mercado muy profundo y líquido. Por ello, la evolución del rendimiento de dichos títulos es un buen indicador de cambios de la oferta de recursos financieros externos para México. Cuando ésta es escasa la situación puede tener efectos indeseables sobre el tipo de cambio.

La depreciación del tipo de cambio en las primeras dos semanas de abril y en mayo estuvo asociada con los aumentos en el rendimiento neto de la deuda mexicana inducidos por la caída del NASDAQ. En tiempos recientes y por motivos que no han podido ser identificados plenamente, este mercado bursátil ha mostrado una alta correlación con los mercados financieros de las economías emergentes⁵. Por ello, su caída incidió negativamente sobre el rendimiento neto de la deuda de México. Dicho rendimiento abandonó su mínimo histórico alcanzado en marzo para mantenerse por arriba de los 300 puntos base a lo largo de los tres meses siguientes (Gráfica 8). Durante mayo, el alza del referido rendimiento neto también estuvo relacionada con la volatilidad de los mercados financieros internacionales, generada por la anticipación de un aumento ulterior en el objetivo de tasa de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

⁵ Entre las hipótesis que se han planteado para explicar esta correlación se encuentran las siguientes: a) en la medida en que el índice NASDAQ refleja la percepción del público con respecto al mayor crecimiento económico que puede alcanzar la economía de los Estados Unidos en el mediano plazo, un aumento de este índice influirá positivamente en las perspectivas económicas de los mercados emergentes, b) la gran importancia de las compañías telefónicas y de medios de comunicación en los mercados de valores de los países emergentes y c) los movimientos del índice NASDAQ han afectado el grado de tolerancia al riesgo de los inversionistas, influyendo de esta manera sobre los precios de activos con características de riesgo similares a las del índice NASDAQ.

Impacto de la Volatilidad Financiera Internacional sobre los Mercados Nacionales

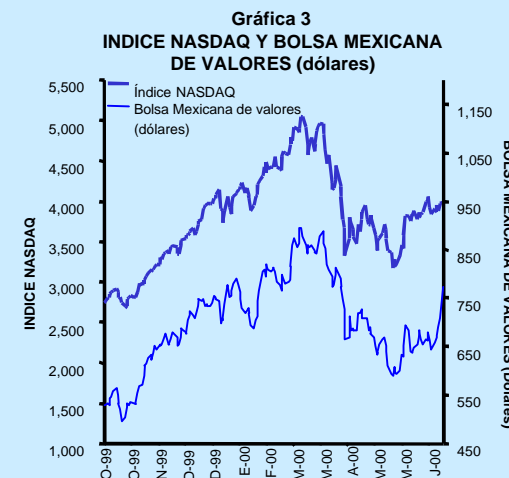
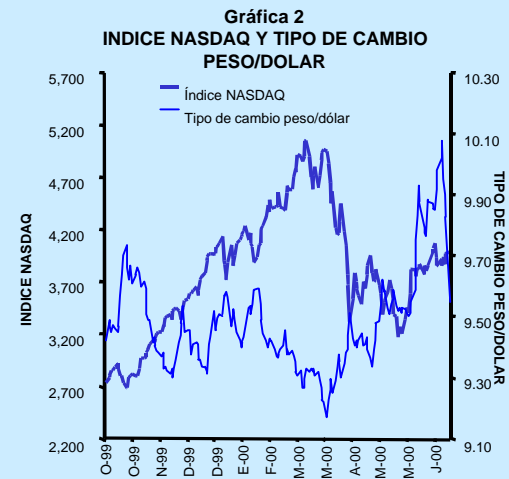
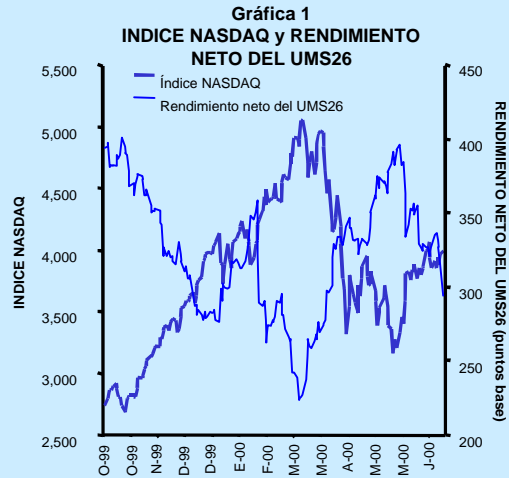
El mercado de valores NASDAQ se convirtió en la década de los noventa en la bolsa de valores con mayor crecimiento en el mundo en cuanto a capitalización. En dicho mercado se cotizan principalmente las acciones de empresas de alta tecnología y de Internet. Durante los primeros diez meses de 1999 este índice subió continuamente y de forma moderada hasta finales de octubre, cuando comenzó un crecimiento extraordinario. Así, en tan sólo 5 meses -de octubre de 1999 a febrero del año siguiente- dicho índice aumentó 71.6 por ciento, alcanzando un máximo histórico de 5,048 puntos el 10 de marzo de 2000. A partir de esa fecha, después del fallo de los tribunales en contra de la empresa Microsoft por prácticas monopólicas, se incrementó el nerviosismo respecto de las acciones de las emisoras del sector tecnológico. Lo anterior ocasionó un desplome del Índice NASDAQ, registrándose un descenso acumulado de 37.3 por ciento al 23 de mayo, fecha en que se inició nuevamente un repunte.

Desde finales de 1999 se ha ido fortaleciendo la relación entre el comportamiento del Índice NASDAQ y el desempeño de algunas variables financieras de los mercados emergentes. En particular, para el caso de México cabe destacar la relación que presenta dicho índice con el rendimiento neto de la deuda mexicana denominada en dólares, con el tipo de cambio y con el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la Bolsa Mexicana de Valores. Esta relación es negativa con respecto para las dos primeras variables y fuertemente positiva para la última. Por tanto, la volatilidad reciente experimentada por el Índice NASDAQ tuvo un impacto importante sobre las variables mencionadas de la economía mexicana.

En ese orden de ideas, durante el periodo de descenso del NASDAQ el rendimiento neto del bono mexicano a 30 años denominado en dólares con vencimiento en el año 2026 (UMS26), tuvo un aumento de 165 puntos base. Es decir, a raíz de los acontecimientos reseñados se amplió la diferencia entre el rendimiento de ese título y el de un bono equivalente del Tesoro de los Estados Unidos con cupón y vencimiento similares.

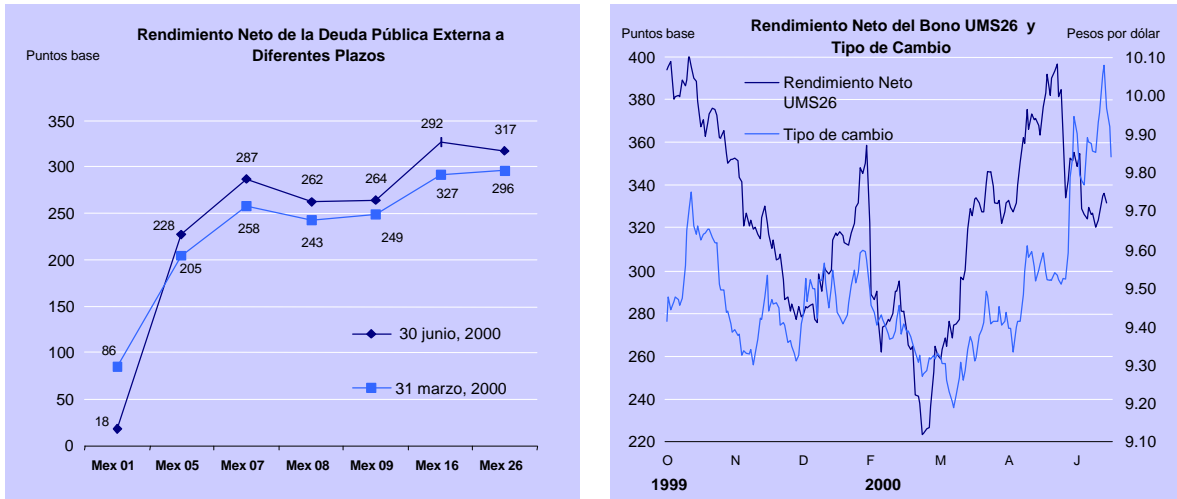
A su vez, el tipo de cambio que se había apreciado desde los inicios de 2000, después de la caída del índice NASDAQ se depreció 2.7 por ciento en el lapso del 10 de marzo al 23 de mayo.

Por último, el IPC de la Bolsa Mexicana de Valores, el cual presenta una relación estrecha y positiva con el Índice NASDAQ, siguió a éste en su comportamiento al alza a inicios del año, creciendo 15.54 por ciento del 3 de enero al 10 de marzo. Dicha correlación también se hizo evidente en el abrupto descenso del índice NASDAQ que tuvo lugar del 10 de marzo al 23 de mayo del 2000, cuando el IPC cayó a su vez 31.6 por ciento. Por su parte, en el período comprendido entre el 23 de mayo y el 30 de junio, tanto el Índice NASDAQ como el IPC se recuperaron, en 25.3 y 24.2 por ciento respectivamente.



Los movimientos que el peso experimentó en junio no estuvieron ligados con una elevación del rendimiento neto de la deuda externa mexicana ni con otros fenómenos externos y, sin duda, reflejaron la incertidumbre que prevalecía respecto de los resultados del proceso electoral del 2 de julio. No obstante, el nivel alcanzado por el tipo de cambio en esas fechas fue sustancialmente menor que el observado durante septiembre de 1998 y enero de 1999 (10.58 y 10.60 pesos por dólar, respectivamente). Los movimientos de junio resultaron transitorios, ya que una vez que las elecciones se llevaron a cabo en orden, la cotización del peso regresó a un intervalo de 9.30 a 9.55 pesos por dólar.

Gráfica 8 Indicadores de 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.

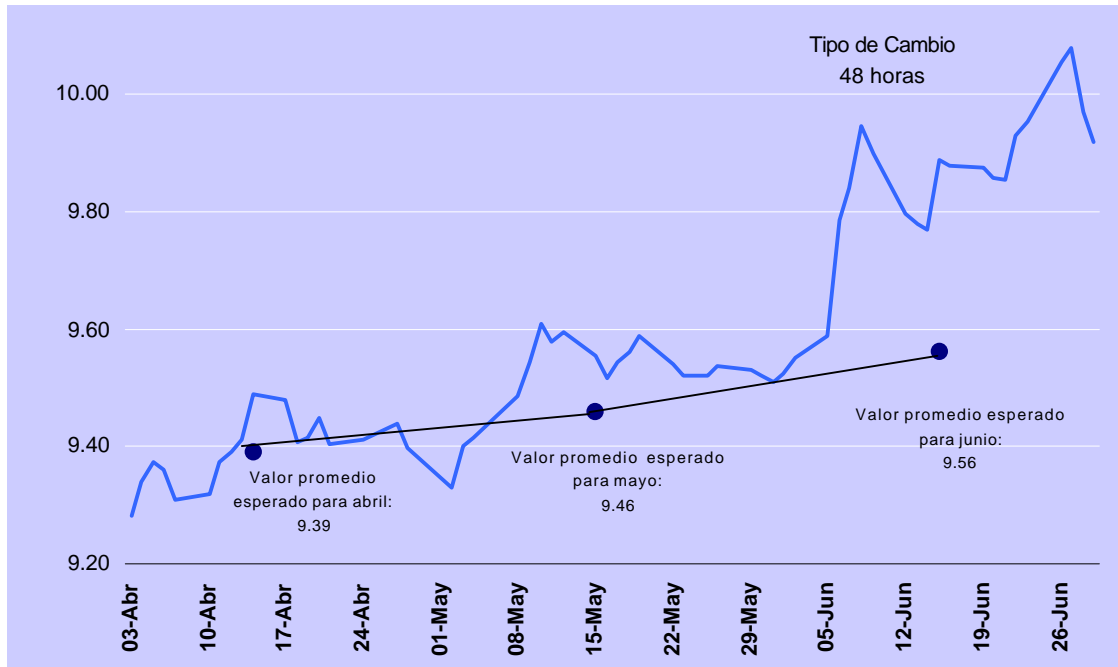
Los eventos descritos dieron lugar a que el nivel del tipo de cambio resultara a la postre superior al pronosticado por los analistas del sector privado para mayo y junio⁶(Gráfica 9).

En resumen, durante el trimestre reportado la volatilidad del entorno externo y la incertidumbre asociada al proceso electoral nacional se reflejaron en el comportamiento del tipo de cambio. Si bien la depreciación acumulada en el trimestre fue mayor que la anticipada, ésta no afectó a la tasa de crecimiento de los precios. Lo anterior se constata al observar que la inflación mensual del índice subyacente de mercancías, el cual está compuesto por aquellos precios que se verían

⁶ Obtenido en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado de marzo de 2000 levantada por el Banco de México.

afectados más rápidamente por la depreciación de la moneda, fue de 0.22 por ciento, la menor registrada en los últimos 78 meses.

Gráfica 9 Tipo de Cambio Observado y Esperado en Abril-Junio de 2000
Pesos por dólar



II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo

La evolución de los salarios es uno de los principales determinantes del comportamiento de los precios en la economía. Las variaciones de las remuneraciones y de los salarios junto con los cambios en la productividad determinan la trayectoria de los costos unitarios de la mano de obra. Estos, a su vez, afectan la tendencia de la inflación. Asimismo, el estudio de los indicadores de empleo y desempleo ofrece información sobre las presiones que se están generando en el mercado laboral y que eventualmente podrían manifestarse en incrementos salariales incongruentes con los aumentos de la productividad y con los objetivos de inflación.

II.2.2.1. Remuneraciones

Al mes de abril, el crecimiento anual de las remuneraciones nominales se ubicó en un intervalo de 12.2 a 18.4 por ciento

dependiendo del sector de producción examinado.⁷ El sector al cual correspondió el menor incremento nominal fue el de la maquila, mientras que el comercio al menudeo registró el aumento más grande (Cuadro 3).

Cuadro 3 Remuneraciones Nominales y Reales por Trabajador
Variación anual en por ciento

	Variación Nominal						Variación Real					
	1999		2000				1999		2000			
	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr
Industria Manufacturera	16.9	18.4	16.0	15.8	14.2	16.6	2.6	5.4	4.5	4.8	3.7	6.3
Industria Maquiladora	17.0	9.8	16.1	16.3	16.3	12.2	2.7	-2.2	4.6	5.2	5.6	2.3
Industria de la Construcción	20.5	7.4	8.5	5.8	1.7	n.d.	5.8	-4.4	-2.3	-4.3	-7.6	n.d.
Sector Comercio al Mayoreo	14.5	13.0	16.7	19.2	18.3	18.3	0.5	0.6	5.1	7.9	7.4	7.8
Sector Comercio al Menudeo	18.6	16.6	15.9	18.3	17.1	16.3	4.1	3.8	4.4	7.1	6.4	6.0

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

En el Informe sobre la Inflación: Enero-Marzo 2000 se mencionó que desde finales de 1998 las revisiones salariales contractuales han utilizado como referencia expectativas de inflación que han resultado sistemáticamente superiores a la inflación observada. Así, en abril de 1999 las revisiones salariales contractuales se encontraban entre 17 y 18 por ciento, mientras que la inflación en el periodo cubierto por dichas revisiones –de abril de 1999 a abril de 2000– fue de 9.73 por ciento. Este fenómeno explica que el crecimiento de los salarios reales en abril haya sido superior a 6 por ciento en casi todos los sectores de actividad. De los Cuadros 3 y 4 se concluye que en abril de 2000 el incremento de las remuneraciones reales en los distintos sectores no necesariamente guardó una relación estrecha con las ganancias en productividad. Por tanto, el comportamiento de los salarios reales se ha reflejado en un incremento de los costos unitarios de la mano de obra en tres de los cuatro sectores para los que se cuenta con información a la fecha (Cuadro 4).

El comercio al menudeo fue el único sector que registró una caída del costo unitario de la mano de obra. Este resultado es indicativo de que en dicho caso las ganancias en productividad más

⁷ Para la actividad de la construcción sólo se cuenta con datos para enero, febrero y marzo de 2000.

que compensaron los importantes incrementos de las remuneraciones. En abril, la productividad se incrementó 8.4 por ciento. En contraste, el aumento promedio de la productividad en este sector durante el período 1997-1999 fue cercano a 0.4 por ciento. Así, el significativo crecimiento de la productividad en el presente año puede deberse a factores cíclicos y no ser sostenible en el mediano plazo. Por esta razón, de continuar los incrementos observados recientemente en las remuneraciones reales, a la postre ello influiría de manera contraproducente sobre los costos unitarios de la mano de obra en este sector.

Cuadro 4 Costos Unitarios de la Mano de Obra y Producto por Trabajador
Variación anual en por ciento

	Costos Unitarios de la Mano de Obra						Producto por Trabajador					
	1999		2000				1999		2000			
	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr
Industria Manufacturera	-2.2	1.4	-2.5	-3.4	-3.1	4.1	4.7	3.9	7.2	8.5	6.9	2.1
Industria Maquiladora	2.6	1.0	3.1	1.7	5.5	0.8	0.1	-3.1	1.5	3.4	0.1	1.5
Industria de la Construcción	0.4	10.4	13.9	17.3	n.d.	n.d.	5.4	-13.5	-14.2	-18.5	n.d.	n.d.
Sector Comercio al Mayoreo	-2.6	0.5	0.8	-0.8	5.1	9.0	3.3	0.0	4.3	8.7	2.2	-1.1
Sector Comercio al Menudeo	-4.5	-2.2	-2.7	-6.2	6.8	-2.2	9.1	6.1	7.3	14.2	-0.4	8.4

Fuente: Elaborado con información del INEGI

Si bien el aumento de los costos unitarios observado hasta el momento en casi todos los sectores no ha repercutido sobre los precios al consumidor, de persistir esta tendencia eventualmente se generarán presiones inflacionarias incongruentes con la finalidad de reducir la inflación.

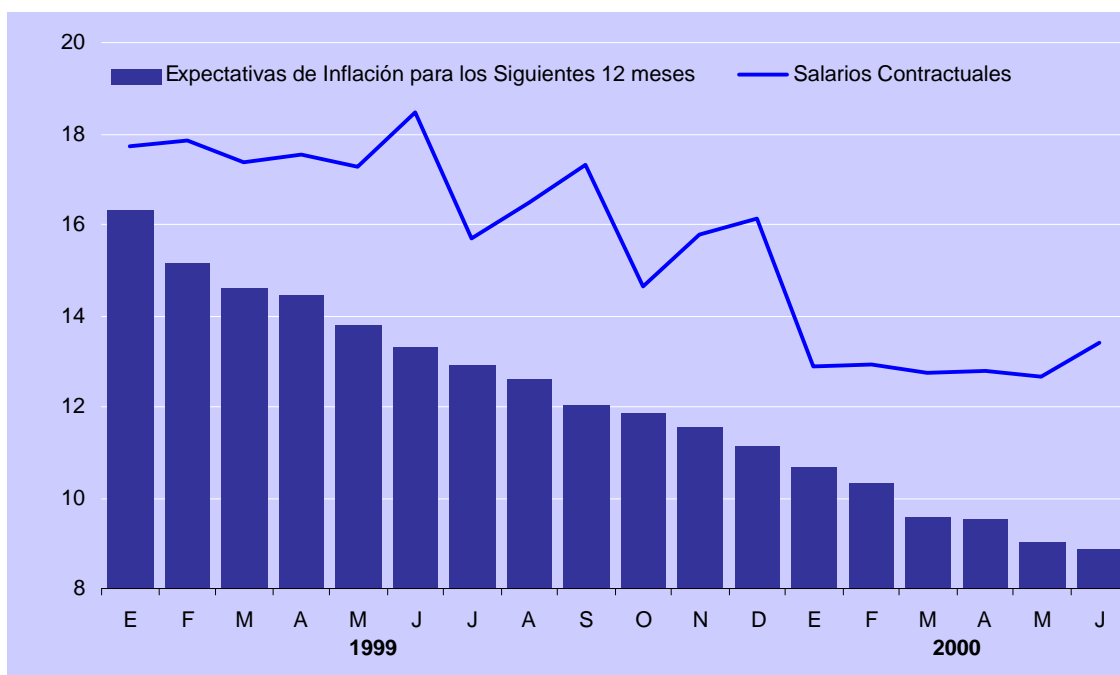
II.2.2.2. Salarios Contractuales

Las estadísticas sobre remuneraciones en los distintos sectores de la economía se obtienen con un rezago importante. Al momento de redactar el presente documento, la única información disponible para todo el segundo trimestre de 2000 era la relativa a las revisiones salariales contractuales. Como se ha señalado en ocasiones anteriores, los incrementos salariales, que por lo general tienen una vigencia de un año, influyen sobre el crecimiento de las remuneraciones durante los doce meses posteriores a la fecha de revisión de cada contrato. Así, en los primeros 5 meses de 2000, el incremento nominal de los salarios contractuales se estabilizó en

alrededor de 12.7 por ciento. Sin embargo, la información a junio muestra un aumento de los salarios contractuales de 13.2 por ciento (Gráfica 10).

Gráfica 10 Salarios Contractuales e Inflación Esperada para los Sigüentes 12 Meses

Variación anual en por ciento



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

Durante el año 2000 el incremento de los salarios, tanto en los sectores que producen manufacturas –es decir, bienes comerciables internacionalmente– como en el resto de los sectores que esencialmente producen bienes y servicios no comerciables, ha sido sensiblemente inferior al observado al cierre de 1999 (Cuadro 5). No obstante lo anterior, cabe destacar que a partir de enero ya no se han presentado descensos significativos en las revisiones salariales.

Cuadro 5 Salarios Contractuales por Sectores

Variaciones anuales en por ciento

	1999	2000					
	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun
Manufacturas	16.2	13.4	13.6	13.3	14.0	13.8	13.8
Otros Sectores	16.1	12.5	12.2	12.3	12.3	12.1	12.6

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

En suma, el comportamiento reciente de los salarios contractuales presenta tres aspectos que merecen seguirse con atención:

- (a) los incrementos salariales nominales otorgados durante abril, mayo y junio fueron superiores a los esperados por los analistas del sector privado⁸;
- (b) la mejoría de las expectativas de inflación que tuvo lugar durante el trimestre no vino acompañada por una moderación paralela en el crecimiento salarial; y
- (c) tanto en el sector manufacturero como en los otros sectores de actividad, la diferencia entre el crecimiento nominal de los salarios contractuales y la inflación esperada parece ser superior al incremento que ha registrado la productividad en esos mismos sectores en el mediano plazo. Esto podría tener efectos negativos sobre los costos de producción, y eventualmente traducirse en aumentos de precios al consumidor final.

Conviene reiterar que cuando se otorgan incrementos salariales reales en exceso de los avances de la productividad, el costo unitario de la mano de obra se eleva. A su vez, las empresas tratan de trasladar dichos aumentos a los precios de sus productos, lo cual podría generar una espiral inflacionaria susceptible de redundar en mayores tasas de interés, menor inversión y una demanda de trabajo más débil. Este último fenómeno eventualmente repercutiría desfavorablemente tanto sobre los salarios reales como sobre la creación de empleos.

II.2.2.3. Empleo

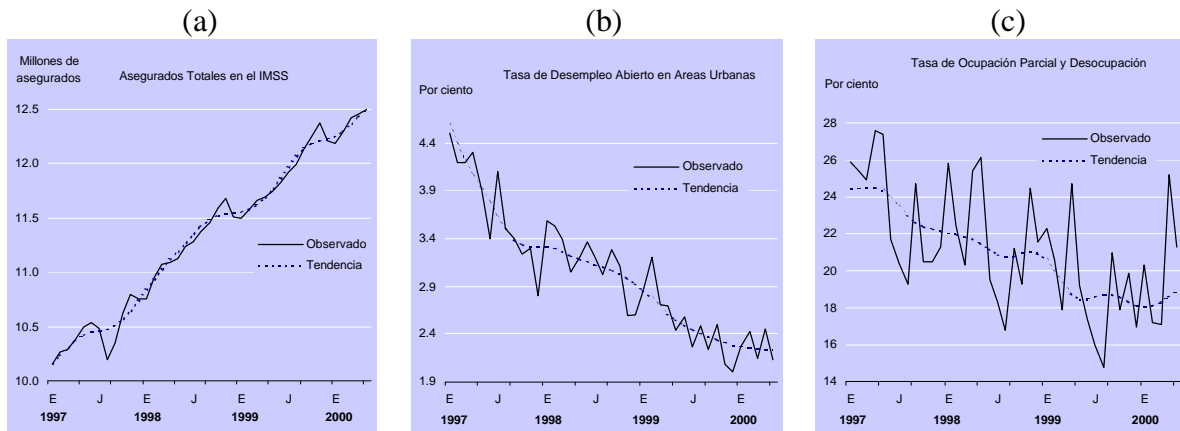
Durante el periodo de análisis el empleo mostró un avance importante, aunque en los meses recientes el aumento ha sido menos vigoroso que en el segundo semestre de 1999 y a principios de 2000. El número de asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) aumentó en 403,180 trabajadores del final de diciembre al cierre de junio, con lo cual el número de asegurados llegó a 12,420,100⁹ (Gráfica 11a). Durante los primeros seis meses de 2000,

⁸ Reportados en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado levantada por Banco de México

⁹ Cifras preliminares.

la tasa de desempleo abierto se ubicó entre 2.14 y 2.45 por ciento y en términos desestacionalizados se ha mantenido estable (Gráfica 11b). Por su parte, la tendencia de la tasa de ocupación parcial y de desocupación¹⁰ aumentó de 18.05 por ciento en enero a 18.87 por ciento en mayo (Gráfica 11c).

Gráfica 11 **Indicadores de Empleo y Desempleo**



En resumen, de acuerdo con la información disponible, el mercado laboral ha mostrado en el periodo reportado un comportamiento mixto. El dinamismo de los indicadores de empleo se ha moderado y éstos parecen estar alcanzando niveles de equilibrio. Así, la creación de empleos está convergiendo a una tasa que permite incorporar al sector productivo a la fuerza laboral entrante y mantener los bajos niveles históricos de desempleo y subempleo que se han alcanzado. No obstante que el empleo ha continuado en expansión, la tasa de desempleo se ha mantenido estable y la tasa de ocupación parcial y desocupación en términos de tendencia registra un repunte. La evolución del empleo a nivel nacional esconde una gran diversidad en las características de los diferentes mercados laborales regionales, ya que mientras en algunas localidades se reporta escasez de mano de obra, en otras prevalecen aún altas tasas de subempleo.

En lo que se refiere a las remuneraciones reales, en casi todos los sectores se han registrado incrementos superiores al aumento de la productividad. En particular, el crecimiento de las remuneraciones reales en el comercio al mayoreo y en la industria manufacturera en los primeros meses de 2000 excedió en grado

¹⁰ Indicador que mide la proporción de individuos desocupados más los ocupados menos de 35 horas a la semana por razones de mercado.

significativo al ritmo de incremento de la productividad en dichas actividades.¹¹ Por otra parte, durante los meses transcurridos de 2000, las revisiones salariales contractuales se mantuvieron en un nivel cercano a 13 por ciento y no incorporaron totalmente el ajuste a la baja de las expectativas de inflación. Como ya se ha señalado y cabe reiterarlo, ello es incompatible con el crecimiento promedio de la productividad, el cual, dependiendo del sector, se ha situado en los últimos años entre 0.3 y 3.6 por ciento. Es por tanto necesario hacer un seguimiento cuidadoso de los resultados de las negociaciones salariales y de la evolución de los costos unitarios de la mano de obra para evaluar continuamente si el comportamiento de estas variables está siendo trasladado a los precios al consumidor. Ello, a fin de detectar con suficiente anticipación la presencia de presiones inflacionarias y poder actuar en consecuencia.

II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

Cuando el crecimiento de la demanda agregada supera al aumento de la oferta por un periodo prolongado pueden surgir presiones inflacionarias. Esto es así al menos por dos razones. En primer lugar, un exceso de demanda por bienes comerciables se manifestaría rápidamente en una ampliación del déficit comercial con el exterior. Este fenómeno podría incrementar la vulnerabilidad del proceso desinflacionario ante perturbaciones externas e internas. En segundo lugar, porque un exceso de demanda por bienes no comerciables podría reflejarse en alzas de sus precios. Por tanto, resulta indispensable analizar la evolución de la oferta y de la demanda agregadas así como de las cuentas externas para anticipar la posible aparición de presiones inflacionarias.

En el primer trimestre de 2000, tanto el PIB como la demanda agregada registraron una fuerte expansión anual, de 7.9 y 11.9 por ciento respectivamente¹² (Cuadro 6). La fortaleza de la demanda agregada se sustentó en varios factores: a) el extraordinario crecimiento de la economía de los Estados Unidos, b) el gasto privado (en consumo e inversión) impulsado por la expansión del empleo, la recuperación del salario real y las expectativas optimistas sobre el curso futuro de la economía mexicana y c) el aumento del gasto público. Esto último debido, entre otras razones, al cambio en

¹¹ Destaca el importante aumento de los costos unitarios de la mano de obra en las manufacturas y en el comercio al mayoreo en abril de 2000.

¹² Cabe aclarar, sin embargo, que el crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2000 se vio influido por un mayor número de días laborales que en igual periodo del año pasado. Al corregir por este fenómeno, la tasa referida se ubica entre 7.1 y 7.3 por ciento.

la calendarización de los desembolsos y a las erogaciones especiales asociadas con la realización del censo y del proceso electoral.

Cuadro 6

Demanda y Oferta Agregadas en 1999 y 2000

Variación real anual en por ciento

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

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

La producción interna respondió con flexibilidad, de tal forma que no se detectaron incrementos de precios incompatibles con el objetivo de inflación para el año. Por otra parte, la ampliación del déficit externo fue en buena medida contenida por la propia respuesta de la producción y por el incremento del precio del petróleo. Sin embargo, en el corto y mediano plazos existen límites a la expansión sostenida de la oferta interna.

La información disponible sugiere que durante el segundo trimestre continuó el dinamismo de la demanda agregada, en particular del consumo privado. No obstante que el ritmo de expansión de la demanda agregada fue menos vigoroso que en el primer trimestre, lo cual resultó aún más claro en el caso del gasto de inversión, persiste la amenaza de que la fortaleza del gasto agregado se traduzca eventualmente en alzas de los precios de los bienes no comerciables y en una ampliación del déficit de la cuenta comercial de la balanza de pagos.

En cuanto a la evolución del consumo, las estadísticas correspondientes a las ventas de establecimientos comerciales así como las de consumo de ciertos bienes que recaba el Banco de México, mostraron en mayo un ritmo de incremento aún elevado, aunque más lento que el experimentado en el primer trimestre. La

tasa de crecimiento anual de las ventas a tiendas totales¹³ reportada por la ANTAD pasó de 8.5 por ciento en el primer trimestre a 5.2 por ciento en mayo. Cabe señalar que dicha tasa había sido de 11.1 por ciento en el bimestre marzo–abril.

Un rubro importante de la demanda de bienes de consumo duradero es el de automóviles. Las ventas internas de esos vehículos crecieron en el segundo trimestre a una tasa anual de 33.8 por ciento, que aunque resultó inferior a la registrada en el primer trimestre (48.7 por ciento) sigue siendo elevada.

Otro indicador del consumo cuyo comportamiento presenta una desaceleración marginal a partir de los altos niveles observados en el primer trimestre, es la tasa de crecimiento anual del valor de las importaciones de bienes de consumo. Dicha tasa disminuyó de 43.7 por ciento en enero-marzo a 39.4 por ciento en abril-junio (Gráfica 12). En el presente año, las importaciones de automóviles han registrado una expansión acelerada, la cual pasó de una tasa de crecimiento anual de 104.9 por ciento en el primer trimestre a 85.4 por ciento en el segundo. Si bien la importación de automóviles fue inducida por el fortalecimiento de la demanda interna, también estuvo determinada por una mayor especialización de la planta automotriz del país en el ensamblado de modelos de exportación. En contrapartida, para satisfacer la demanda interna se requirió adquirir modelos cuya producción se realiza en el exterior.

Por su parte, el descenso que se observa en la tasa de crecimiento de la serie de tendencia de las importaciones de bienes intermedios, también es compatible con un ritmo más pausado de expansión del consumo y de la producción.

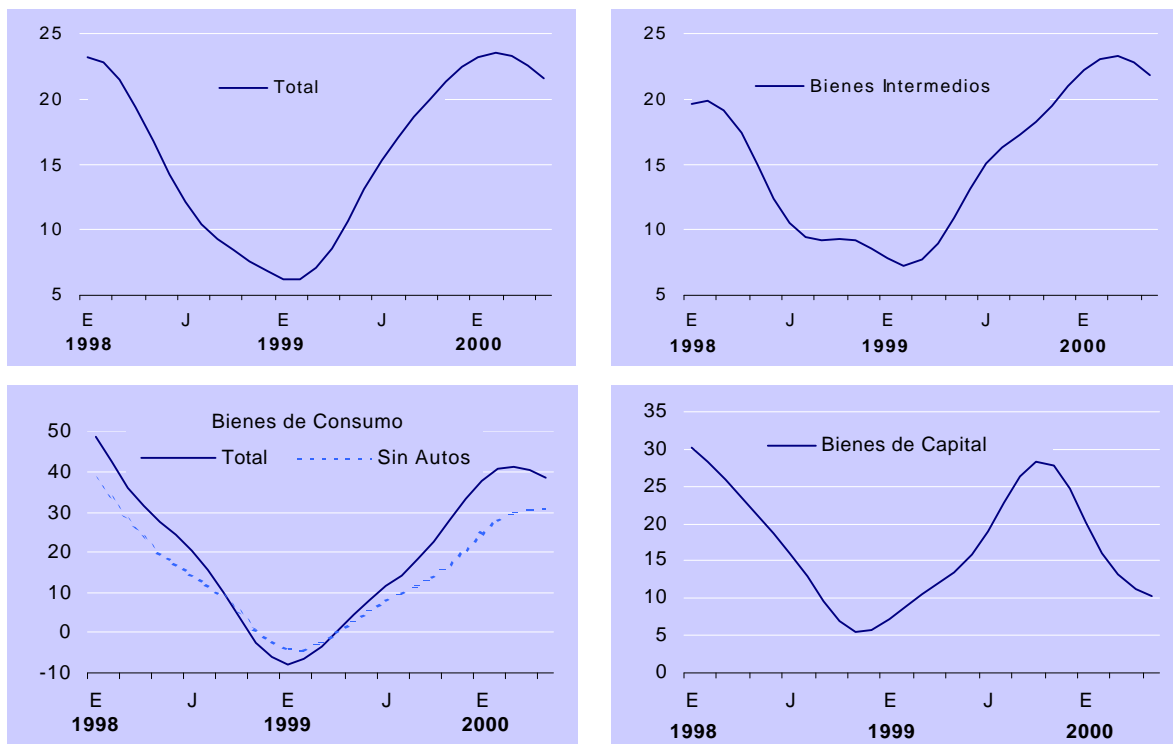
La moderación del ritmo de crecimiento del gasto de inversión se inició antes que la del consumo. Esto se hizo evidente durante los primeros cuatro meses de 2000, lapso en el cual tuvo lugar un descenso progresivo de la tasa de incremento anual del primero de dichos renglones del gasto y la cual pasó de 15.9 por ciento en enero a 6.8 por ciento en abril. Asimismo, la marcada desaceleración del crecimiento de las importaciones de bienes de capital, cuya tasa disminuyó de 18.5 por ciento en el primer trimestre a 11.8 por ciento en el segundo trimestre, sugiere que la tendencia declinante del gasto de inversión probablemente también haya continuado en junio.

¹³ Las ventas a tiendas totales son las ventas efectuadas por todos los establecimientos comerciales asociados a la ANTAD, incluyendo las correspondientes a aquéllos cuya apertura se llevó a cabo en el presente año.

Gráfica 12

Importaciones de Mercancías: Series de Tendencia

Variación anual en por ciento



La información disponible apunta asimismo hacia un ritmo más lento de expansión de la oferta interna. La tasa de crecimiento de la producción industrial, cayó de 8.7 por ciento en el primer trimestre a 7 por ciento en el bimestre abril–mayo. Cabe destacar que en abril la tasa de crecimiento de la producción industrial en el sector manufacturero se redujo a menos de la mitad de la registrada en el primer trimestre. Al respecto, se estima que durante el segundo trimestre, el crecimiento anual del PIB haya sido cercano a 6 por ciento. De continuar las tendencias observadas durante el primer semestre, el incremento del PIB en el año 2000 podría resultar de alrededor de 6 por ciento.

Como se mencionó anteriormente, una de las primeras señales de un crecimiento excesivo de la demanda agregada es la ampliación del déficit de la balanza comercial. Sin embargo, ese no fue el caso durante el trimestre abril–junio ya que el promedio mensual del déficit comercial (487 millones de dólares) resultó ligeramente superior al observado en el trimestre enero–marzo (446 millones). Así, de abril a junio la expansión de la demanda por bienes comerciables estuvo acompañada por un aumento prácticamente

similar de la oferta interna de ese tipo de bienes, por lo que no se generaron presiones adicionales sobre la balanza comercial.

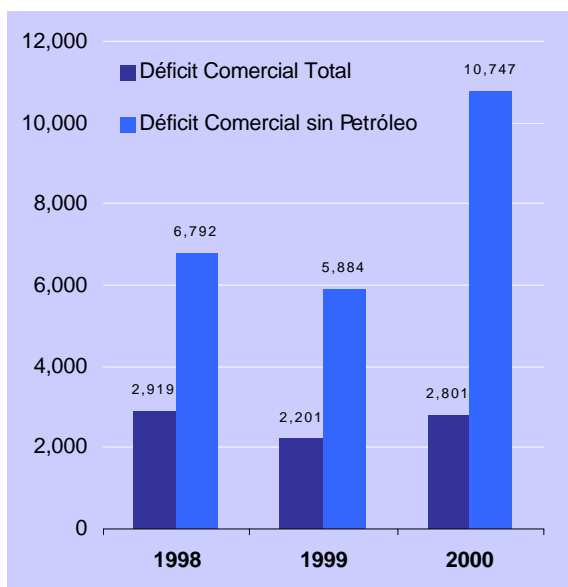
Al analizar el déficit de la balanza comercial se aprecia que el saldo acumulado en los primeros seis meses del año es 27.3 por ciento superior al del mismo período del año anterior. Aunque si se excluyen las exportaciones petroleras el déficit en ese periodo aumenta en aproximadamente 82.6 por ciento, este incremento resulta algo menor que el correspondiente al primer trimestre de 2000. En consecuencia, en el periodo abril-junio no se presentó un deterioro adicional del déficit comercial no petrolero.

El déficit comercial mensual señala, sin embargo, una situación menos favorable (Gráfica 13). Mientras que la tendencia del déficit comercial total se encuentra en niveles bajos, la del déficit no petrolero aumentó de manera importante en la parte final de 1999. Si bien a lo largo de los primeros meses de 2000 se redujo la velocidad a la cual dicha tendencia se venía incrementando, aún se encuentra en niveles elevados y presenta tasas positivas de crecimiento.

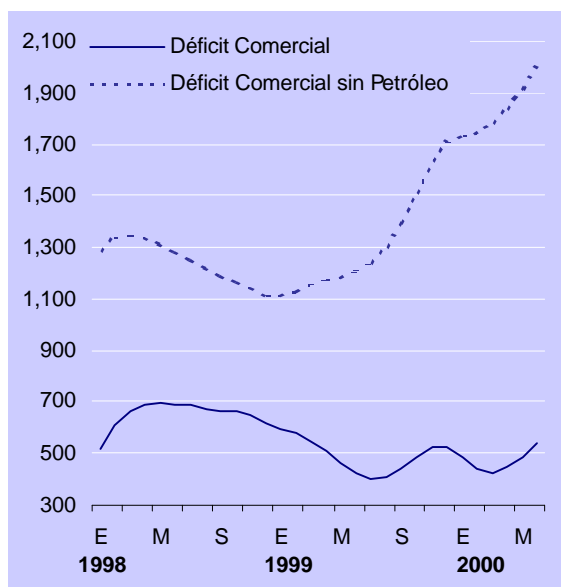
Gráfica 13

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

Periodo Enero-Junio



Tendencia Mensual



La evolución de las cuentas externas durante el período abril-junio indica que no se han presentado presiones adicionales a las previstas en el Informe sobre la Inflación: Enero-Marzo 2000. Por tanto, conviene reiterar que aun cuando el déficit comercial total se ha mantenido en niveles similares a los prevalecientes en los últimos dos años, dicho resultado ha sido reflejo de que las presiones

de demanda agregada sobre las importaciones se han visto compensadas por ingresos petroleros más cuantiosos y por el dinamismo de las exportaciones no petroleras. Esto último, como es sabido, ha sido estimulado por la expansión de la economía de los Estados Unidos. En consecuencia, hay que destacar que el incremento del déficit comercial no petrolero que se ha producido durante el año 2000 aumenta la vulnerabilidad de la economía y del proceso desinflacionario ante una eventual caída del precio del petróleo o una reducción de la tasa de crecimiento de la economía de los Estados Unidos.

Como se comenta al inicio de esta sección, un aumento excesivo de la demanda agregada puede generar presiones inflacionarias en el sector de bienes y servicios no comerciables. Sin embargo, hasta el momento los precios de ese tipo de bienes y servicios han continuado descendiendo a una velocidad semejante a la mostrada durante los últimos seis meses. Lo anterior sugiere que la expansión de la demanda agregada no parece haber afectado aún la tendencia decreciente de la inflación medida por el subíndice de precios subyacente de los servicios. No obstante, las presiones salariales, los aumentos de los costos unitarios de la mano de obra que se han presentado en varios sectores de la economía y el incremento registrado por la inflación anual del INPP sin servicios y sin petróleo podrían generar impulsos alcistas sobre los precios al consumidor y obstaculizar los avances futuros en el combate a la inflación.

II.2.4. Precios Administrados y Concertados

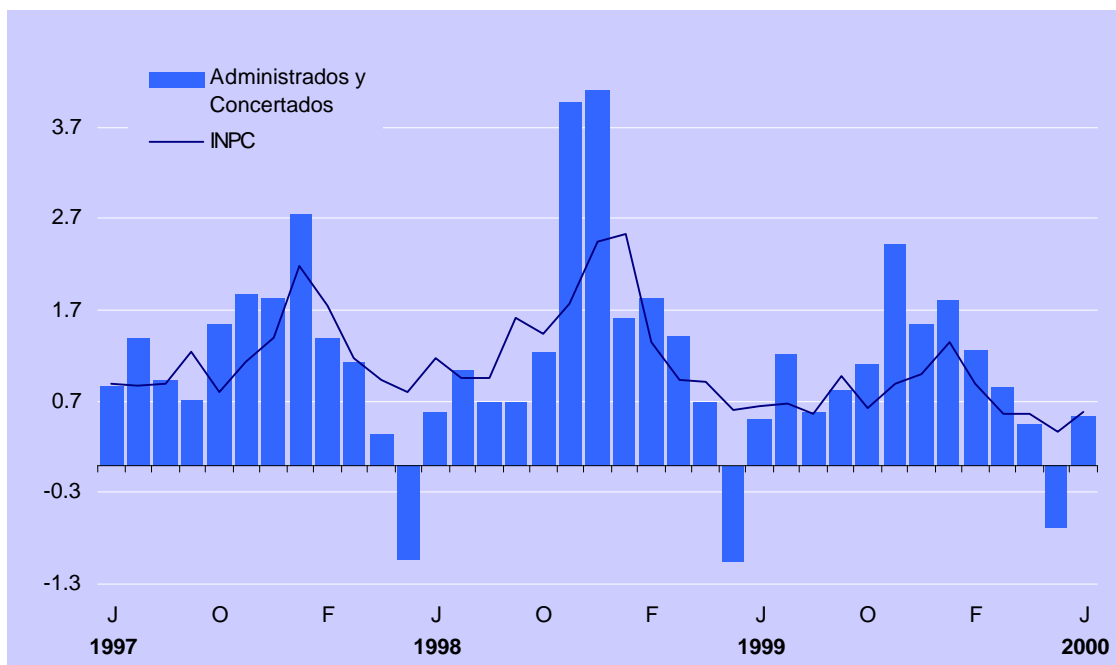
Los precios de los bienes administrados y concertados por el sector público tienen un impacto importante sobre la inflación. No sólo la afectan de manera directa, sino también de manera indirecta a través de la revisión de las expectativas de inflación que hacen los agentes económicos ante cambios en el comportamiento de dichos precios.

Al respecto, corresponde señalar que la política de precios administrados para 2000 se definió desde el inicio del año conforme a lo establecido en los Criterios Generales de Política Económica y la Ley de Ingresos. Asimismo, es pertinente recordar que la estrategia de precios administrados obedece también a otras consideraciones ajenas al objetivo inmediato de inflación. Por ejemplo, mantener la solidez de las finanzas públicas, corregir distorsiones en precios

relativos y fijar ciertos precios con base en su referencia internacional.

En abril, mayo y junio las variaciones mensuales del subíndice de precios de los bienes administrados y concertados fueron respectivamente de 0.46, -0.68 y 0.54 por ciento (Gráfica 14). En los primeros dos meses mencionados, dichas variaciones resultaron menores que las correspondientes al INPC debido a la entrada en vigor de las tarifas eléctricas de temporada cálida, en 12 ciudades en abril y en 13 ciudades en mayo. En el primer mes, la reducción ponderada de las tarifas eléctricas fue de 2.45 por ciento y de 12.05 por ciento en el segundo. La incidencia de dichos resultados sobre las tasas de inflación general mensual fue, respectivamente, de -0.04 y -0.22 puntos porcentuales. Por su parte, los ajustes al precio del gas doméstico de 7.38 por ciento en el segundo trimestre y de 15.28 por ciento en el semestre han afectado negativamente a la inflación. El balance de estos elementos fue desfavorable ya que de marzo a junio de 2000 la inflación anual de los bienes administrados y concertados aumentó de 12.31 a 12.54 por ciento.

Gráfica 14 Índice de Precios de Bienes Administrados y Concertados e INPC
Variación mensual en por ciento



En suma, el crecimiento de los precios de los bienes administrados y concertados durante 2000 ha sido superior a la inflación objetivo y, en consecuencia, ha representado una presión inflacionaria adicional. Además, es causa de inquietud el hecho de que la inflación anual de este subíndice haya aumentado durante el segundo trimestre del año.

II.2.5. Finanzas Públicas

Durante los meses transcurridos de 2000 las finanzas públicas se han comportado acorde al programa correspondiente. En el primer trimestre, el balance público registró un superávit de 5,809 millones de pesos, cifra 25.2 por ciento superior en términos reales a la del mismo periodo del año anterior. Este resultado es congruente con una meta anual de déficit público equivalente a uno por ciento del PIB. Consecuentemente, la sólida postura fiscal ha seguido contribuyendo a la consolidación del descenso de la inflación.

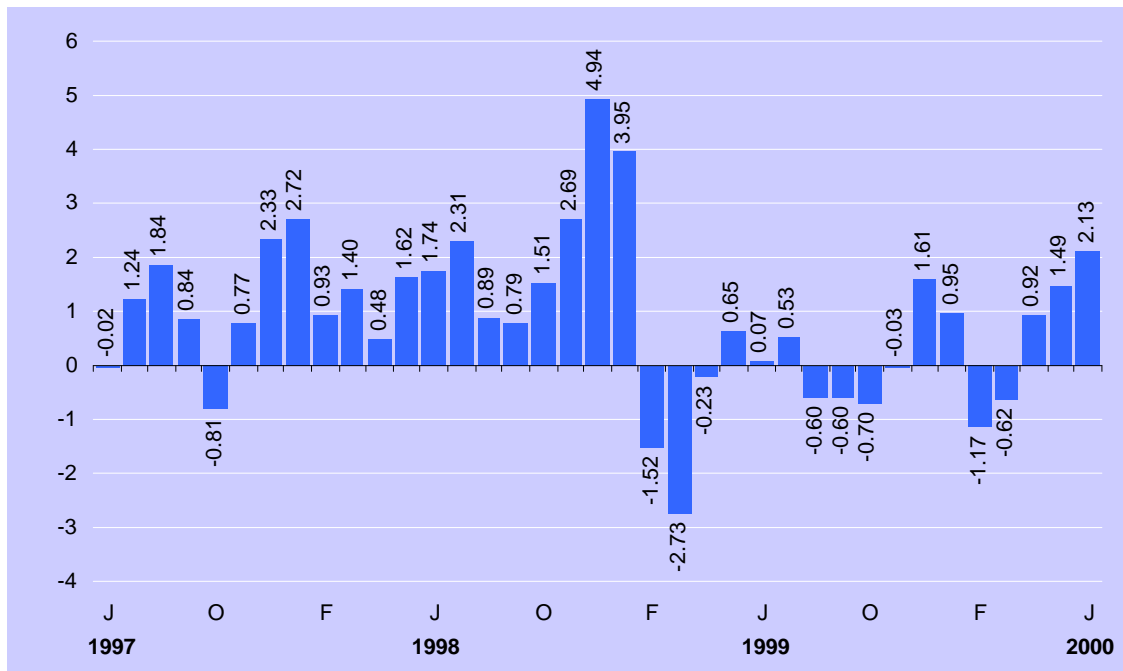
II.2.6. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación

Durante el trimestre abril-junio de 2000 la evolución de los precios de los productos agropecuarios fue desfavorable al esfuerzo de desinflación (Gráfica 15). En abril, mayo y junio el crecimiento mensual de este subíndice superó al del INPC, alcanzando tasas de 0.92, 1.49 y 2.13 por ciento respectivamente. Ello resultó en el mayor incremento registrado por este rubro durante un trimestre desde 1999. Entre los aumentos de precios de los productos agropecuarios, además de los de las frutas y verduras, destacan los de la carne de pollo y del huevo. Estos últimos fueron atribuibles en buena medida a la epidemia que afectó al sector avícola de la Región Lagunera.

Gráfica 15

Índice de Precios de Bienes Agropecuarios

Variación mensual en por ciento



II.3. Resumen de la Evolución Reciente de la Inflación

A lo largo del trimestre abril–junio la inflación continuó disminuyendo más rápidamente que lo esperado al inicio del año. Distintos indicadores de la tendencia inflacionaria analizados en esta sección muestran una reducción clara. En particular, la evolución de la inflación anual subyacente, la cual cayó durante el trimestre 1.87 puntos porcentuales y se encuentra actualmente en 9.29 por ciento.

Con todo, al estudiarse el comportamiento de los principales determinantes de la inflación sobresalen algunos desarrollos que ameritan vigilancia. En primer lugar, los incrementos salariales otorgados durante el periodo en las revisiones contractuales fueron mayores que los anticipados. Además, los aumentos de los salarios contractuales no siguieron la caída de las expectativas de inflación que tuvo lugar en el trimestre. En segundo lugar, es de resaltar que el crecimiento mostrado por las remuneraciones reales en la mayoría de los sectores productivos ha conducido a aumentos de los costos unitarios de la mano de obra. En tercer lugar, el repunte de la inflación anual del INPP sin petróleo y sin servicios constituye una señal de posibles presiones inflacionarias futuras. Los fenómenos mencionados pueden representar los primeros síntomas de que el

crecimiento de la demanda agregada está afectando a los precios de los principales factores de la producción. Si bien durante el trimestre todos estos elementos no repercutieron en una mayor inflación del INPC, sus efectos podrían hacerse evidentes en el futuro. Además, durante el trimestre objeto de este Informe las tasas de crecimiento anual de los precios administrados y concertados y de los productos agropecuarios se incrementaron, lo que incidió negativamente sobre la inflación del INPC. Estos fenómenos se han reflejado en las expectativas de inflación para el año 2001, las cuales se han mantenido prácticamente constantes en el último mes y se encuentran en niveles aún elevados.

Para concluir esta sección, es preciso reiterar que durante el presente año el crecimiento de la demanda agregada ha inducido una ampliación significativa del déficit comercial no petrolero. Lo anterior abre un flanco de vulnerabilidad para el proceso desinflacionario ante cualquiera de las posibilidades siguientes o una combinación de ellas: la reducción del precio del petróleo, la desaceleración de la economía de los Estados Unidos o la contracción de la oferta de financiamiento del exterior.

III. La Política Monetaria Durante el Periodo

Debido a que la política monetaria incide sobre la evolución de los precios con un rezago considerable, su instrumentación requiere de un análisis cuidadoso y oportuno de las presiones inflacionarias. Además, es importante evaluar si los movimientos de las tasas de interés tanto nominales como reales y la modificación de las condiciones monetarias han sido los adecuados para alcanzar las metas de inflación de corto y mediano plazo. Por ello, a continuación se presenta una explicación de las medidas de política monetaria aplicadas durante el periodo y de la evolución de las tasas de interés reales y nominales. También se examina la trayectoria de la base monetaria y de otros agregados que pueden ser usados como referencia general para la valoración de las presiones inflacionarias.

III.1. Acciones de Política Monetaria

Durante el segundo trimestre del año el Banco de México reforzó la postura restrictiva de la política monetaria en dos ocasiones: el 16 de mayo y el 26 de junio. En la primera de dichas fechas el “corto” se amplió de 180 a 200 millones de pesos y a 230 millones en la segunda. Al igual que en el caso del incremento del “corto” acordado en enero pasado, estas decisiones se tomaron con dos propósitos complementarios. Primero, el de consolidar las condiciones en los mercados financieros, laborales y de bienes y servicios conducentes a lograr una inflación menor que 10 por ciento en el año 2000. Segundo, el de reforzar la tendencia descendente de la inflación, de forma que converja con la prevaleciente en las economías de los principales socios comerciales del país en el año 2003.

Las ampliaciones del “corto” se decidieron con un criterio preventivo al intensificarse durante el trimestre algunos de los factores que han sido señalados por la Junta de Gobierno como capaces de generar presiones inflacionarias futuras. Las principales razones en que se sustentaron estas decisiones fueron las siguientes:

- (a) no obstante que las expectativas de inflación para 2000 son inferiores a 10 por ciento, los analistas no anticipan un descenso significativo de la inflación para el año 2001. Así,

por ejemplo, en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que levantó el Banco de México en junio, el pronóstico de inflación para el presente año se situó en 9.21 por ciento, pero el relativo a 2001 se encuentra todavía en niveles de 8.07 por ciento;

- (b) el dinamismo de la demanda agregada podría llevar a elevaciones de los precios de los bienes no comerciables, a presiones salariales y a un mayor déficit de la balanza comercial. Todo lo señalado dificultaría a futuro el descenso de la inflación;
- (c) los incrementos recientes de los precios de algunas frutas y verduras podrían obstaculizar el abatimiento de la inflación en los próximos meses y afectar la evolución de las expectativas correspondientes;
- (d) en el mes de junio las expectativas de inflación para el trimestre julio–septiembre y para todo el año 2000, experimentaron un ligero repunte. Esto podría contaminar la evolución de las expectativas de mediano plazo y entorpecer el cumplimiento de la meta de convergencia de la inflación interna con la de los principales socios comerciales del país en el año 2003; y
- (e) las presiones inflacionarias en las principales economías desarrolladas se han recrudecido debido al vigoroso crecimiento económico observado en dichos países. Lo anterior ha conducido a aumentos en las tasas de interés internacionales.

Con base en el anterior diagnóstico, el fortalecimiento de la postura restrictiva de la política monetaria ha respondido a varios fines:

- (a) limitar la expansión de la demanda agregada, con el fin de reducir el riesgo de presiones inflacionarias causadas por un crecimiento excesivo del gasto interno;
- (b) reducir la posibilidad de que una mayor restricción monetaria en el orden mundial genere un ajuste desordenado en los mercados financieros nacionales, el cual pudiera deteriorar las expectativas de inflación y afectar la determinación de los precios en la economía;

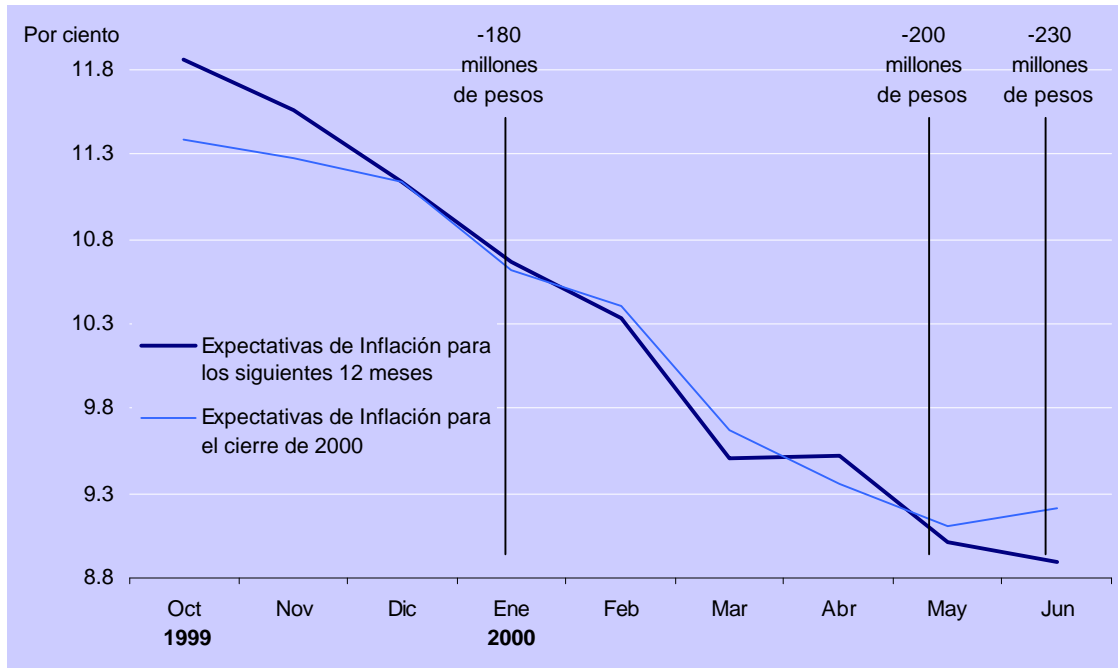
- (c) impedir que los recientes aumentos de ciertos precios (por ejemplo, los de los bienes agropecuarios y los del gas doméstico) contaminen el proceso de formación de las expectativas de inflación;
- (d) evitar que la revisión al alza de los pronósticos de inflación de corto plazo que tuvo lugar en el mes de junio incida sobre las expectativas de mediano y largo plazo; y
- (e) reafirmar el compromiso del Banco de México con su objetivo de inflación de mediano plazo. Ello, a fin de fortalecer la trayectoria descendente de las expectativas para el año 2001 y, de esta manera, lograr al menor costo posible la convergencia con la inflación de los principales socios comerciales de México en el año 2003.

Un elemento importante para identificar las presiones inflacionarias y, por tanto, para determinar las decisiones de política monetaria aconsejables es el análisis de la evolución de las expectativas de inflación. Las relativas al presente año se redujeron de 9.67 por ciento en marzo a 9.11 por ciento en mayo y se elevaron ligeramente en junio a 9.21 por ciento¹⁴. Las respuestas recabadas en la encuesta correspondiente al mes de abril despertaron preocupación debido a que la inflación esperada para los siguientes doce meses (abril de 2000–abril de 2001) resultó mayor que la inflación esperada para 2000 (Gráfica 16). Ello implicó que los analistas del sector privado anticipaban que en algún momento se detuviera el proceso de reducción de la inflación. En consecuencia, una de las motivaciones de la ampliación del “corto” anunciada el 16 de mayo fue restablecer la tendencia decreciente de las expectativas de inflación de mediano plazo. En congruencia con la medida explicada, a partir de mayo se presentó una mejoría importante de dichas expectativas para los siguientes doce meses. Por su parte, en junio, después de que se diera a conocer el resultado de la inflación para la primera quincena del mes, la cual resultó mayor que la esperada por el mercado, las expectativas de inflación para el año 2000 y para el tercer trimestre fueron revisadas al alza. Sin duda, este suceso podría haber sido el preludio de un deterioro de las expectativas de más largo plazo. Para evitar la materialización de dicho escenario y debido a las demás presiones inflacionarias mencionadas en la sección anterior, fue que el “corto” se incrementó a 230 millones de pesos. A partir de esta

¹⁴ De acuerdo con la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado levantada por el Banco de México.

decisión, los pronósticos de inflación de corto y mediano plazo¹⁵ se han revisado a la baja. Lo anterior sugiere que las acciones comentadas de política monetaria han reforzado la tendencia descendente de las expectativas de inflación de mediano plazo y que las expectativas de corto plazo se han visto afectadas por fenómenos transitorios tales como el incremento de los precios de los productos agropecuarios.

Gráfica 16 Expectativas de Inflación y Objetivo de Saldos Acumulados



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

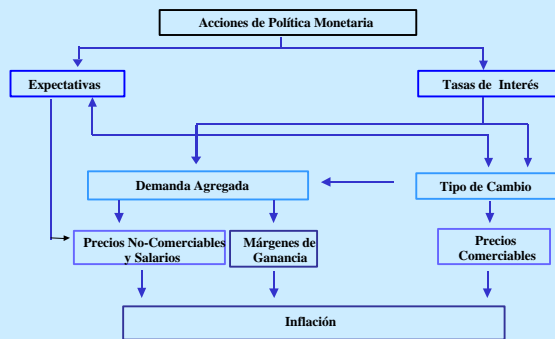
En cuanto a la efectividad de las medidas adoptadas, las tasas de interés aumentaron después de los incrementos del “corto”. Por ejemplo, al día siguiente de la primera ampliación del “corto” del trimestre, la tasa de interés de “fondeo” gubernamental aumentó en 84 puntos base. Por su parte, la ampliación del “corto” del 26 de junio indujo un aumento de un punto porcentual de la mencionada tasa de interés. Por tanto, las medidas descritas y la respuesta de los participantes en los mercados coadyuvaron a mantener, durante el período de referencia, tasas de interés reales más elevadas que las prevalecientes en el primer trimestre del año.

¹⁵ Conforme a las encuestas que levanta el sector privado.

Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria

Al igual que un gran número de bancos centrales en el mundo, el Banco de México tiene como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. En un contexto de inflación elevada, la Junta de Gobierno del Banco de México propuso una estrategia de abatimiento escalonado y sostenible del crecimiento de los precios, misma que tiene como objetivo de medio plazo la convergencia de la inflación interna con la de los principales socios comerciales del país en el año 2003. Para alcanzar las metas propuestas, el Instituto Central evalúa continuamente las presiones inflacionarias. En caso de detectar incongruencia entre los resultados inflacionarios y dichas metas, actúa mediante la modificación del objetivo de saldos acumulados de las cuentas que los bancos comerciales mantienen en el propio Banco Central. Este instrumento influye en primera instancia sobre las tasas de interés y ulteriormente sobre las expectativas de inflación.

Las acciones de política monetaria del Banco Central tienen un efecto rezagado sobre el crecimiento de los precios e inciden sobre éste por distintos canales. El mecanismo de transmisión de la política monetaria se puede ilustrar mediante el siguiente diagrama:



Al imponer un “corto” el Banco de México presiona al alza las tasas de interés. En un contexto de libre movilidad de capitales las variaciones de la tasa de interés influyen también sobre el comportamiento del tipo de cambio. Dado el nivel de la tasa de interés externa y la percepción del riesgo país, un aumento de la tasa de interés nacional induce una apreciación del tipo de cambio lo que disminuye el precio de los bienes

comerciables. Por otro lado, una apreciación del tipo de cambio lleva a una reducción de la demanda por exportaciones y a un aumento de las importaciones, mitigándose las presiones de la demanda agregada sobre los precios internos. Finalmente, el tipo de cambio influye sobre las expectativas de inflación las cuales afectan al crecimiento de los precios a través de su influencia sobre las revisiones de los precios y las negociaciones salariales.

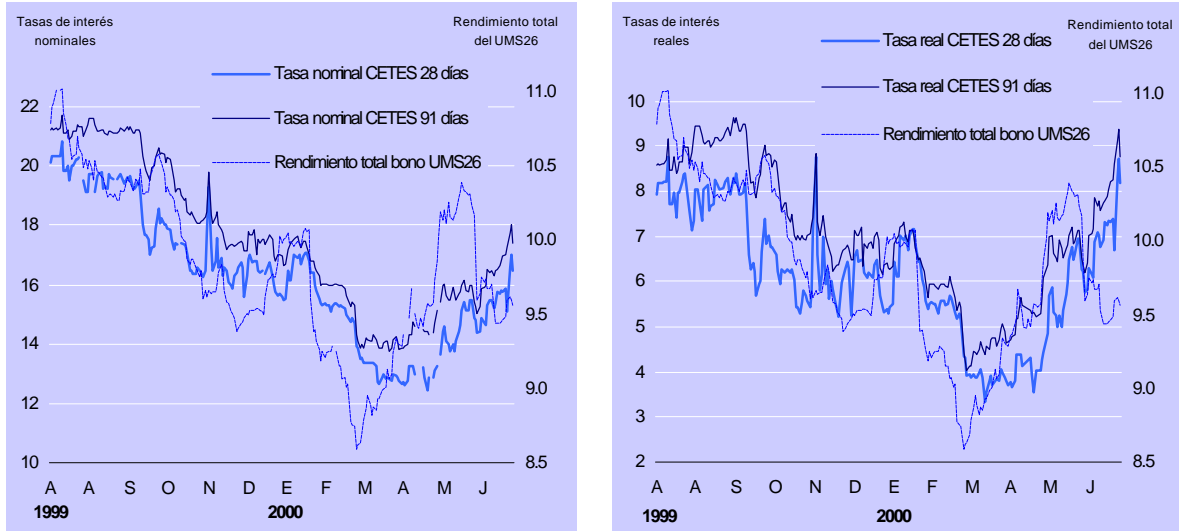
Asimismo, los movimientos de la tasa de interés inciden directamente sobre la demanda agregada. Esto, debido a que determinan las condiciones en que se otorga el crédito tanto para el consumo como para la inversión. La repercusión de las tasas de interés sobre estos componentes se suma a la del tipo de cambio para determinar las presiones de demanda agregada. Un incremento más débil de la demanda agregada provoca un menor crecimiento de la demanda tanto de bienes comerciables y no comerciables como de mano de obra. Acto seguido, el equilibrio de estas fuerzas determina el aumento de los salarios, de los márgenes de ganancia en las empresas y las variaciones de los precios de los bienes no-comerciables.

Finalmente, las acciones de política monetaria inciden directamente sobre la formación de las expectativas de inflación, factor que afecta las revisiones de precios y las negociaciones salariales entre empresas y trabajadores. Así, a través de las expectativas, una modificación de la política monetaria se transmite al comportamiento del nivel general de los precios.

En resumen, la transmisión de las acciones de la política monetaria se da por múltiples canales, afectando directa o indirectamente y, con diferentes rezagos, a la tasa de inflación. La importancia relativa de cada uno de dichos canales de transmisión de la política monetaria depende de factores tales como la apertura comercial, el grado de movilidad de los capitales, la canalización del crédito por parte de la banca comercial, el proceso de formación de las expectativas, etc. Todos estos aspectos difieren entre las distintas economías y a través del tiempo. Por ello, para evaluar la efectividad que puede tener la política monetaria es necesario llevar a cabo una vigilancia constante de cada uno de dichos canales de transmisión.

Durante el segundo trimestre las tasas de interés nominales y reales en México también estuvieron influidas por las tasas de interés externas así como por la percepción del riesgo país. Como consecuencia de la caída que sufrió el NASDAQ en abril y mayo, la percepción del riesgo país se deterioró de manera importante, lo cual se reflejó en un aumento del rendimiento total del bono externo del gobierno mexicano (UMS26) (Gráfica 17). Lo anterior repercutió en los mercados financieros internos toda vez que las tasas nominales y reales de los Cetes subieron, alcanzando niveles similares a los observados a inicios del año. A finales de mayo y principios de junio, las tasas nominales de los Cetes mostraron una leve tendencia a la baja, la cual se vio interrumpida por los efectos que sobre las tasas de interés ejerció la depreciación que experimentó el tipo de cambio a partir de la segunda semana de junio y por el incremento del “corto” del 26 de junio. Aunque las tasas reales terminaron el trimestre en niveles muy superiores a los prevalecientes a finales de marzo, registraron sin embargo bajas importantes en los días subsiguientes a los comicios.

Gráfica 17 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales y Riesgo País
(En por cientos)



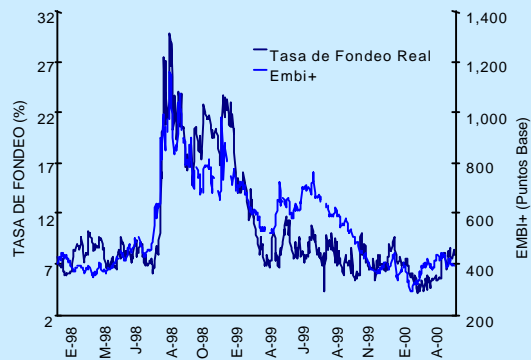
Dos Determinantes de las Tasas de Interés en México: la Política Monetaria y el Riesgo País

Entre los principales determinantes del nivel de las tasas de interés en México se encuentran las acciones de la política monetaria y la percepción del riesgo país. Por un lado, una política monetaria restrictiva induce un aumento de las tasas de interés. Por otro, en una economía con libre flujo de capitales un incremento en la percepción del riesgo país se refleja en un alza de las tasas de interés nacionales. En la década de los noventa la economía de México se caracterizó por el libre flujo de capitales y, a partir de la adopción del régimen de flotación cambiaria, por tener tasas de interés determinadas por el mercado. El comportamiento de las tasas de interés de 1995 a 1999 es ilustrativo de los dos factores aquí mencionados y que inciden para determinar su nivel.

En México, la política monetaria se ha venido aplicando desde 1995 a través del establecimiento de un nivel objetivo para los saldos acumulados de las cuentas que los bancos comerciales mantienen en el Banco de México.¹ Un objetivo negativo (conocido como “corto”) significa que la política monetaria tiene un sesgo restrictivo; mientras que uno positivo (conocido como “largo”) implica condiciones monetarias más laxas. En general, mientras más restrictiva sea la postura de la política mayor será el impulso alcista que se induzca sobre el nivel de las tasas nominales de interés. En un estudio reciente realizado por este Instituto Central se encontró que un aumento de 20 millones de pesos en el “corto” incrementa las tasas de interés entre 50 y 100 puntos base.² Asimismo, la política monetaria también ejerce efectos sobre la estructura de las tasas de interés. Las tasas de interés de corto plazo responden en mayor medida a los cambios en la postura de la política monetaria que las tasas de interés de más largo plazo. Al respecto se ha observado que un aumento del “corto” reduce la pendiente de la curva de rendimientos de los Cetes con diferentes plazos, lo cual es indicativo de que una política monetaria más restrictiva genera una expectativa de descenso de la inflación.³ Por tanto, dado que la ampliación del “corto” induce un aumento de la tasa de interés nominal y una reducción de las expectativas de inflación, las tasas de interés reales también aumentan después de la aplicación de esta medida.

La percepción del riesgo país usualmente se mide mediante el diferencial que existe entre el rendimiento de un bono nacional denominado en moneda extranjera y el rendimiento de un bono extranjero con igual plazo denominado en esa misma moneda. Una de estas medidas es el índice Embi+ (Emerging Market Bond Index Plus)⁴, el cual es un indicador del rendimiento total de la deuda comercializada en el exterior y denominada en moneda extranjera. Se ha comprobado que hay una clara relación entre el nivel de las tasas reales nacionales y la percepción del riesgo país⁵ (Gráfica 1). Destaca en el periodo analizado el efecto de la crisis rusa de agosto de 1998, cuando aumentó la percepción del riesgo país para todas las naciones emergentes y las tasas de interés internas subieron sustancialmente. Otro periodo de inestabilidad fue el detonado por la crisis brasileña de inicios de 1999, cuando nuevamente se incrementó la percepción del riesgo país y, consecuentemente, las tasas de interés nacionales también se elevaron. A través de estudios econométricos se ha encontrado que en el periodo 1998-1999, un cambio de 10 puntos base en la percepción de riesgo país provocó una variación de aproximadamente 18 puntos base en el nivel de las tasas de interés reales en México.

Gráfica 1
TASA DE FONDEO BANCARIA REAL Y EMBI+



Si bien los dos factores mencionados no agotan la lista de los elementos causales del nivel de las tasas de interés internas, sí son dos factores fundamentales que influyen sobre su determinación.

¹ Para una descripción completa sobre la instrumentación de la política monetaria a través del mecanismo de los saldos acumulados ver el Anexo 4 del Informe Anual 1996 del Banco de México.

² “El Efecto del “Corto” sobre la Estructura de las Tasas de Interés”, Documento de Investigación, 2000-I, Banco de México, junio 2000.

³ Un indicador de las expectativas de inflación es la diferencia entre los rendimientos nominales de instrumentos similares con diferente plazo de vencimiento. En particular, una reducción en la pendiente de la curva de rendimientos implica una expectativa de menor crecimiento de los precios.

⁴ Este indicador es producido por J.P. Morgan para un conjunto de economías emergentes.

⁵ Las tasas de interés reales se calculan usando la inflación esperada para los siguientes 12 meses.

El aumento de las tasas de interés internas –asociado a los incrementos de las tasas externas, a la volatilidad en los mercados financieros internacionales y nacionales y a la mayor restricción monetaria– propició que se mantuvieran las condiciones monetarias necesarias para que el Banco de México se conserve en posición de poder cumplir con sus objetivos de inflación de corto y mediano plazo. Aunque lo anterior se ha reflejado en una reducción de la inflación esperada para el año 2001, dicha expectativa aún se encuentra en niveles incompatibles con la meta de convergencia con la inflación de los principales socios comerciales del país en el año 2003.

III.2. Evolución de los Agregados Monetarios

Como se mencionó en el Programa de Política Monetaria para 2000 y también en el anterior Informe sobre la Inflación, la relación entre el crecimiento de los agregados monetarios y los precios se vuelve más incierta en la medida en que la inflación descende. Por ello, actualmente la trayectoria de los mismos se usa tan sólo como una referencia complementaria al examen del resto de las variables que influyen sobre el comportamiento de los precios.

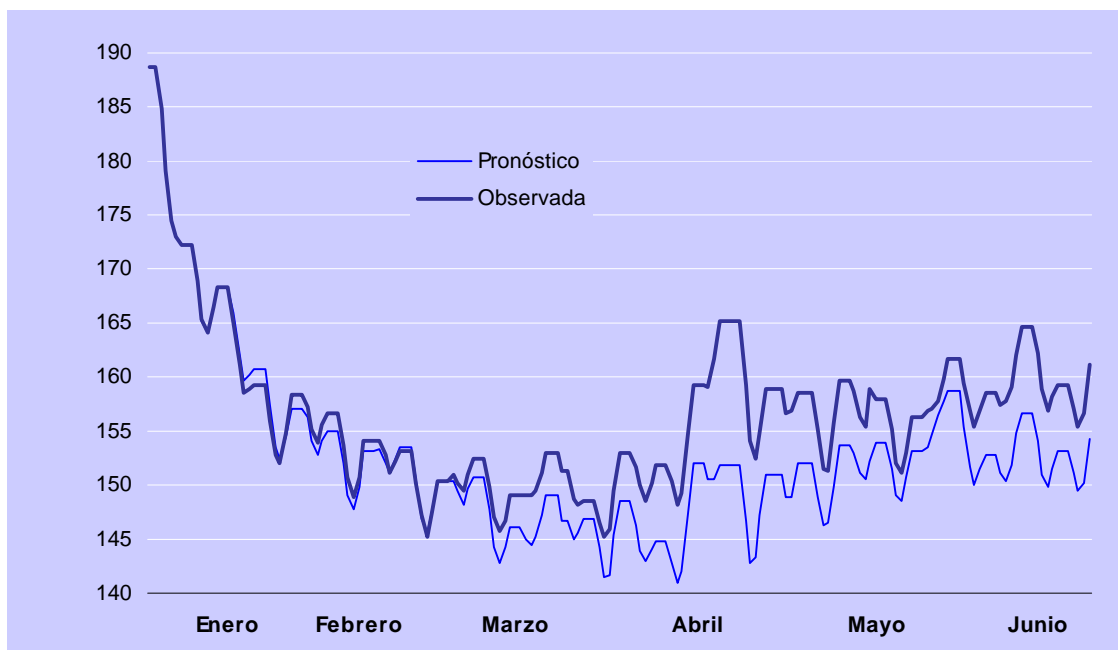
III.2.1. Base Monetaria y sus Componentes

Al comparar la evolución de la base monetaria con el pronóstico publicado en el Programa Monetario para 2000 (Gráfica 18), se detecta que en abril el saldo de la base fue significativamente superior al estimado y que dicha diferencia se redujo de manera sustancial en mayo. La desviación ocurrida en abril se explica, en lo principal, por una subestimación del efecto estacional de la Semana Santa sobre la demanda de billetes y monedas. En junio la brecha se amplió nuevamente, alcanzando para el cierre del segundo trimestre 4.7 por ciento. El hecho de que la base monetaria se haya encontrado generalmente por encima de su trayectoria anticipada se debe en parte a que la expansión de la economía ha sido mayor que la prevista. Como es sabido, un crecimiento económico más dinámico induce una demanda de billetes y monedas ampliada para realizar transacciones.

Al cierre del primer semestre del año, se cumplió tanto con el límite para la variación del crédito interno neto como con el compromiso de no desacumular activos internacionales netos. Así, durante la primera mitad del año la variación acumulada del crédito

interno neto fue de -43,739 millones de pesos, cifra inferior al límite preestablecido de -30,647 millones¹⁶.

Gráfica 18 Evolución de la Base Monetaria en el Primer Semestre de 2000
Miles de millones de pesos



Por su parte, en el período referido se registró una acumulación de activos internacionales netos por 2,224 millones de dólares. De dicha acumulación, 445 millones de dólares resultaron de operaciones cambiarias realizadas con el Gobierno Federal y con Pemex y 872 millones con instituciones de crédito (compras de 922 millones de dólares a través del mecanismo de opciones¹⁷ y ventas de 50 millones de dólares vía la activación del esquema automático correspondiente)¹⁸.

¹⁶ El límite negativo se refiere a que el crédito interno neto caerá por lo menos en el monto señalado.

¹⁷ Subasta de opciones de venta de dólares de la banca al Banco Central.

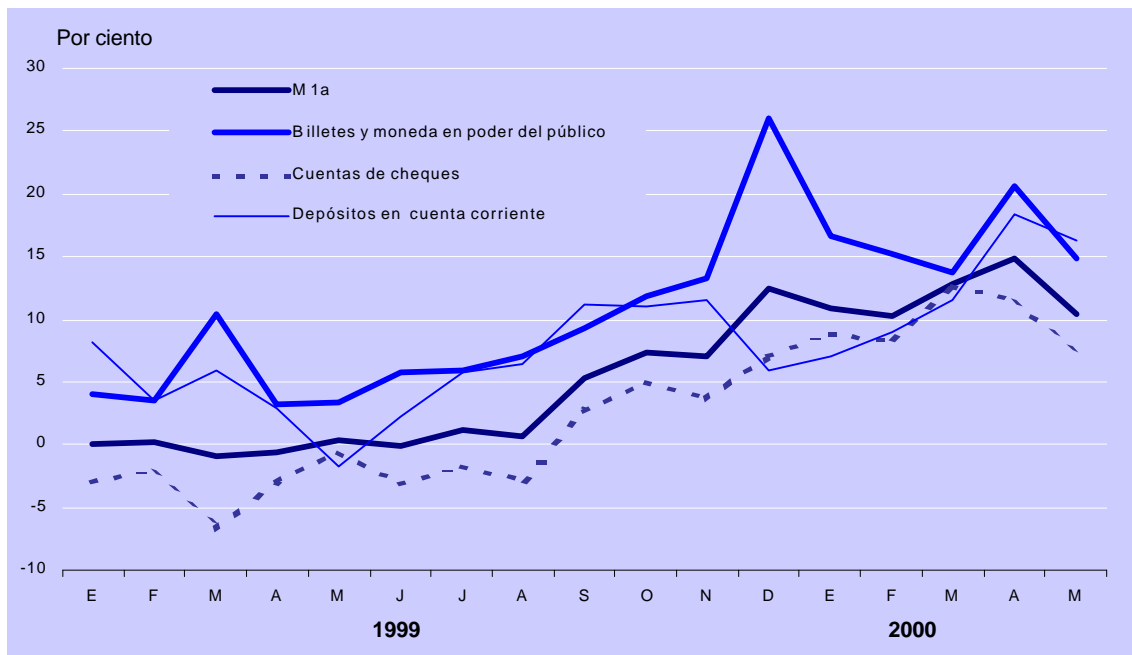
¹⁸ A través de este mecanismo, el Banco de México ofrece diariamente en subasta hasta 200 millones de dólares a las instituciones de crédito que le presenten, a ciertas horas preestablecidas, posturas con un tipo de cambio por lo menos dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior.

III.2.2. Agregados Monetarios: M1a y M4a

La demanda de liquidez, medida a través del comportamiento del medio circulante (M1a)¹⁹, guarda una relación positiva con la actividad económica y negativa con las tasas de interés (las cuales representan el costo de oportunidad de mantener saldos monetarios líquidos). Así, en períodos de crecimiento económico robusto y tasas de interés decrecientes, como fue el caso del lapso enero–abril de 2000, es de esperarse una fuerte demanda de medios de pago.

La tasa de incremento anual promedio en términos reales del agregado monetario M1a en el primer cuatrimestre del presente año fue de 12.2 por ciento. No obstante, cifras oportunas a mayo indican que la tasa de crecimiento de dicho agregado disminuyó a 10.3 por ciento en términos reales anuales, regresando a un nivel similar al observado en enero–febrero. Cabe agregar que las tasas de aumento de todos los componentes del agregado M1a presentaron en el periodo de abril a mayo una desaceleración (Gráfica 19).

Gráfica 19 Evolución del medio circulante (M1a)
Variación real anual en por ciento



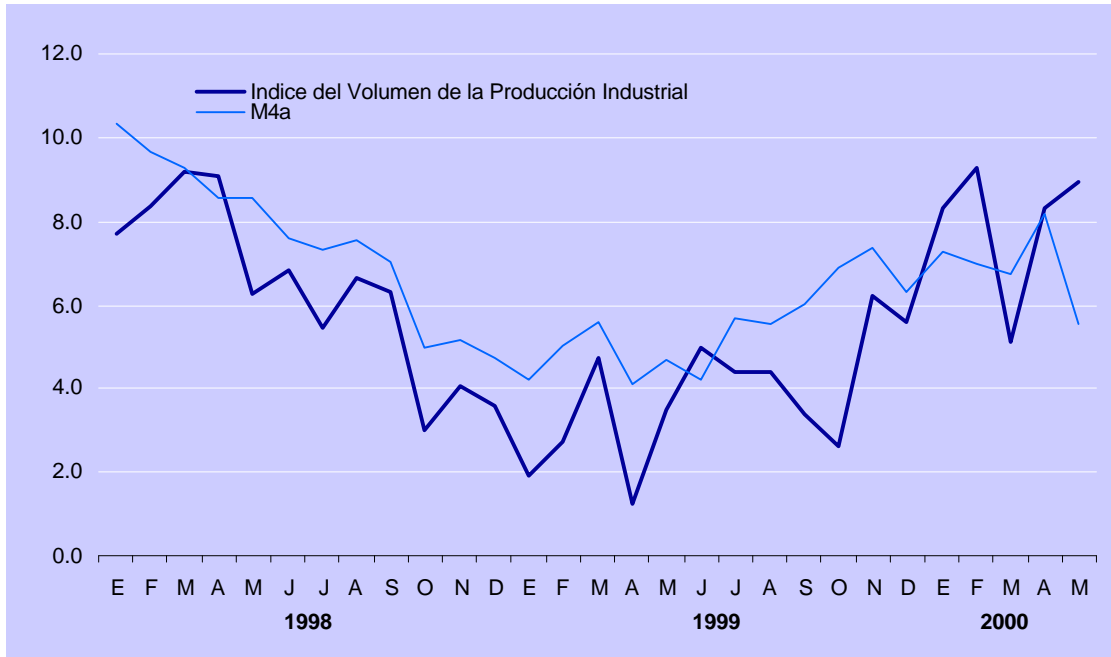
¹⁹ Conformado principalmente por cuentas de cheques en moneda nacional y billetes y monedas en poder del público.

En el bimestre abril–mayo el agregado monetario amplio M4a se expandió a una tasa real anual promedio de 6.9 por ciento, casi igual a la del primer trimestre. Las tasas de crecimiento de M4a continúan siendo congruentes con el ritmo de la actividad económica (Gráfica 20).

Gráfica 20

Agregado Monetario M4a y Actividad Económica

Variación real anual de series ajustadas por estacionalidad, en por ciento



Del comportamiento de los principales componentes de M4a, destaca la evolución de la captación bancaria, la cual se mantuvo en su tendencia negativa, contrayéndose en los primeros cinco meses del año a una tasa real anual promedio de 3.9 por ciento. Dicha contracción es reflejo de una menor intermediación financiera por parte de la banca. Cabe señalar, sin embargo, que la reducción de la captación bancaria ha sido compensada por el crecimiento de la colocación de otros instrumentos que forman parte de M4a, destacando entre éstos los valores gubernamentales²⁰.

Las actuales definiciones de los agregados monetarios permiten cuantificar el monto de los pasivos internos en poder de agentes económicos residentes en el exterior. También es posible

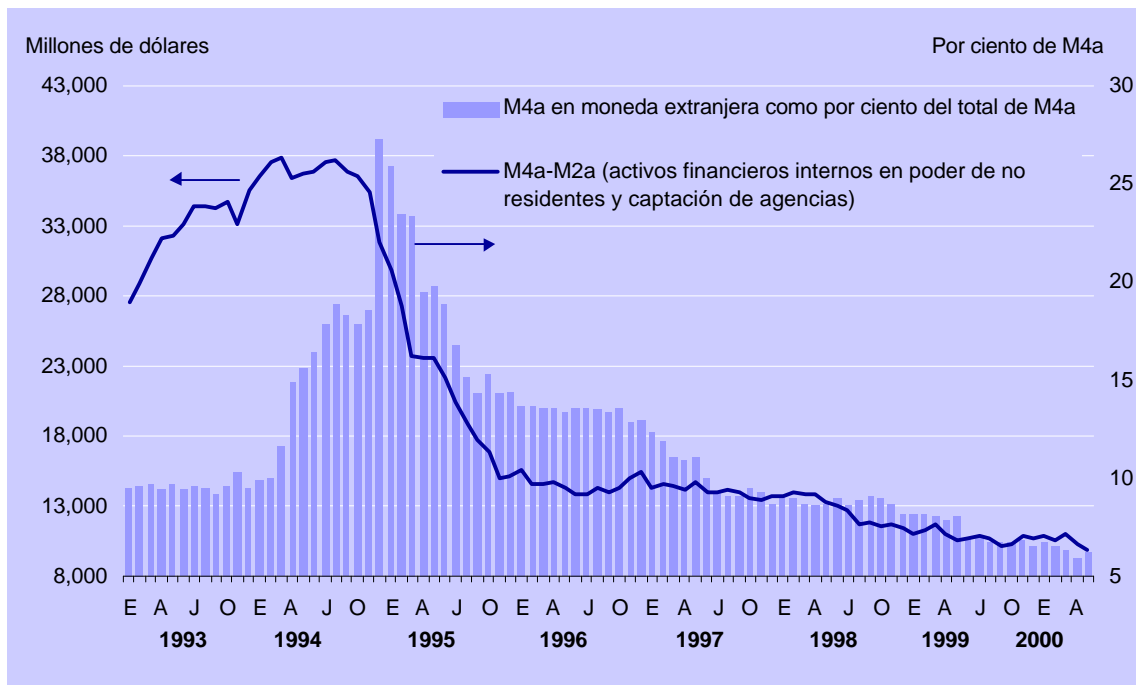
²⁰ La tenencia de valores gubernamentales incluye aquéllos colocados con propósitos de regulación monetaria.

hacer una separación de dichos pasivos por moneda de denominación. A este respecto, puede observarse que la suma del ahorro de no residentes en instrumentos financieros internos y de la captación de agencias de bancos mexicanos en el exterior, considerados como los componentes más volátiles del ahorro financiero, pasó de mayo de 1994 al mismo mes de 2000 de 36,756 a 9,840 millones de dólares. A su vez, los componentes del agregado monetario M4a denominados en moneda extranjera y medidos como proporción del saldo de dicho agregado, han mostrado una disminución sustancial al pasar de un máximo de 27.3 por ciento en diciembre de 1994 a 6.2 por ciento en mayo de 2000 (Gráfica 21). Lo anterior pone de manifiesto la reducción de la vulnerabilidad del proceso de intermediación financiera del país ante posibles perturbaciones de índole interna y externa.

Gráfica 21

Indicadores del Ahorro Financiero

Saldos en millones de dólares y porcentajes de M4a



IV. Perspectivas del Sector Privado

Después de haber descendido en abril y mayo, en junio las expectativas de inflación para el año 2000 se revisaron ligeramente al alza. Dicha corrección se explica principalmente porque la inflación de junio resultó superior a la pronosticada. Por su parte, durante el trimestre abril-junio las expectativas de inflación para los siguientes 12 meses y para el año 2001 continuaron en la tendencia descendente que muestran desde hace ya algún tiempo. Cabe resaltar que esta tendencia no se vio afectada ni por el impacto sobre los mercados internos de la volatilidad experimentada por los mercados financieros internacionales, ni por la incertidumbre que afloró en las semanas previas a las elecciones del 2 de julio. La consolidación de la tendencia decreciente de las expectativas inflacionarias de mediano plazo en un entorno volátil es atribuible a las siguientes razones: a la favorable percepción que se tiene sobre los fundamentos de la economía mexicana, a la evolución generalmente positiva de las principales variables externas que afectan a la economía nacional y a las reacciones oportunas que ha mostrado la política monetaria.

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

Al momento de redactar el presente Informe, las estimaciones de la mayoría de los analistas respecto de las principales variables externas que influyen sobre el desempeño de la economía mexicana siguen siendo favorables. En particular es conveniente destacar los siguientes pronósticos:

- (a) el crecimiento anual de la economía de los Estados Unidos esperado para el segundo trimestre es de 3.6 por ciento. Por su parte, la expectativa de crecimiento para la economía de ese país en el año 2000 se ajustó de 4.3 por ciento en marzo a 4.7 por ciento en junio; y
- (b) el pronóstico para el precio promedio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación es de 22.40 dólares por barril para el tercer trimestre y de 20.54 dólares por barril para lo que resta del año.

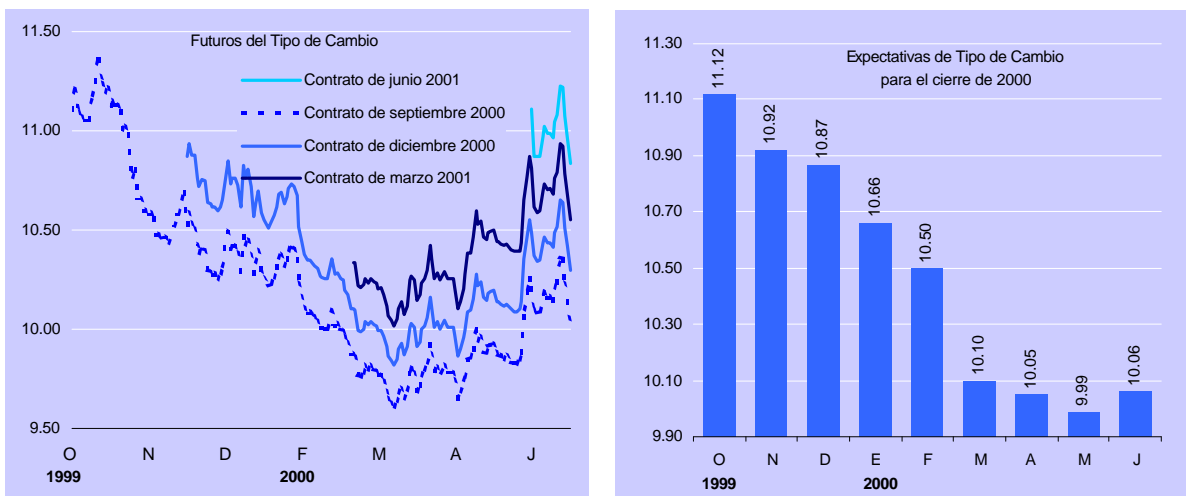
Las predicciones sobre el tipo de cambio para el cierre de 2000 resultaron modificadas a la baja en las encuestas levantadas en

abril y mayo. Sin embargo, la volatilidad que sufrió durante el mes de junio el tipo de cambio “spot” influyó para que esta expectativa fuese ajustada ligeramente al alza y se ubicara en 10.06 pesos por dólar (Gráfica 22). Por su parte, el precio de los futuros del peso se vio influido durante la parte inicial del trimestre por las fluctuaciones experimentadas por el NASDAQ, lo cual dio lugar a una leve elevación de dicho precio. Asimismo, la volatilidad de junio ocasionó una importante corrección al alza del precio de los futuros del peso, misma que se revirtió en los primeros días de julio. Así, cuando se preparó este Informe el precio futuro del tipo de cambio a diciembre de 2000 se encontraba en 9.72 pesos por dólar. De acuerdo con la encuesta levantada por el Banco de México en junio, el sector privado anticipa que el tipo de cambio en julio, agosto y septiembre sea respectivamente de 9.81, 9.77 y 9.82 pesos por dólar.

Gráfica 22

Futuros del Tipo de Cambio y Expectativas de Tipo de Cambio para el Cierre de 2000

Pesos por dólar



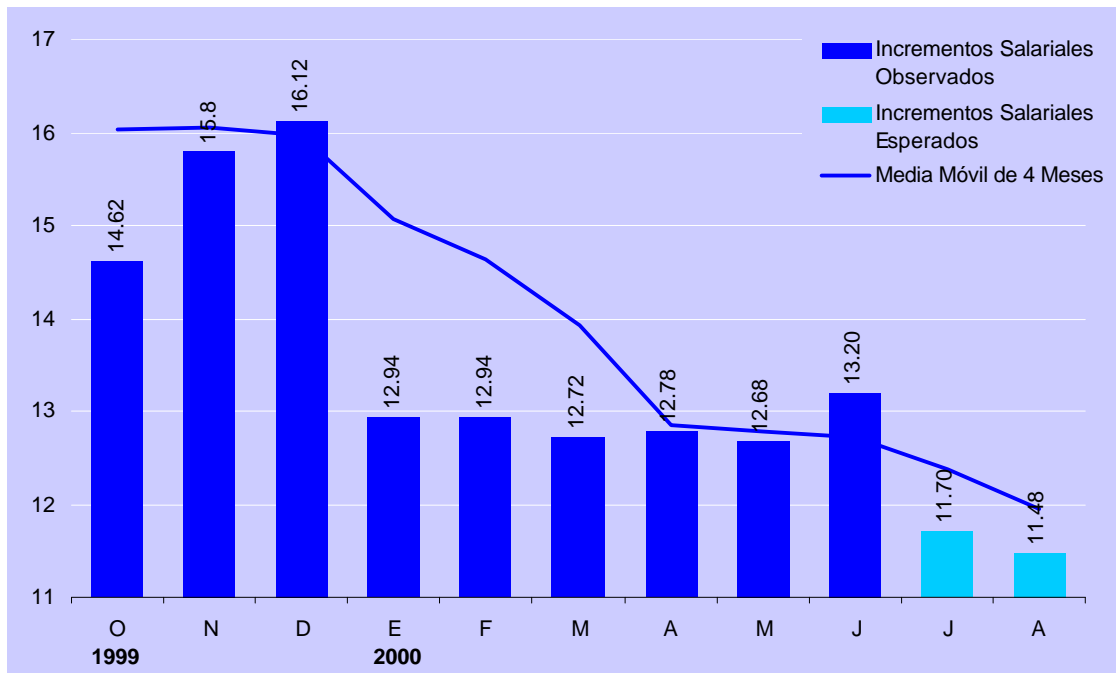
FUENTE: Bloomberg y Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

Otra variable que incide de manera importante sobre los pronósticos de inflación es el incremento de los salarios. Para los meses de julio y agosto los analistas consultados en las encuestas que levanta el Banco de México anticipan que los aumentos salariales sean respectivamente de 11.70 y 11.48 por ciento (Gráfica 23).

Gráfica 23

Incrementos de los Salarios Contractuales

Por ciento



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

Un factor adicional que ejerce una influencia significativa sobre el proceso inflacionario y, consecuentemente, sobre las expectativas de inflación, proviene de los ajustes que se deciden para los precios administrados y concertados por el sector público. A este respecto, la encuesta levantada a fines de marzo señala que los analistas anticipan que se cumplirán las metas fiscales establecidas por el Gobierno Federal. Así, para lo que resta de 2000 no se esperan desviaciones respecto de los programas de precios públicos anunciados a principios de año.

En cuanto al PIB, los pronósticos de crecimiento anual se han ajustado al alza al pasar de 4.8 por ciento en la encuesta de marzo a 5.53 por ciento en la de junio. Aunque los indicadores sobre el clima de los negocios y nivel de confianza que se recogen en la encuesta del Banco de México presentan un escenario favorable, éstos se han deteriorado respecto de lo reportado en la encuesta de marzo. Así, el porcentaje de los consultores que opinan que en los próximos seis meses mejorará el clima de los negocios descendió de 89 a 20 y aquéllos que esperan que dicho clima empeore aumentó de 0 a 27 por ciento. Este resultado se explica, en parte, por la expectativa de desaceleración económica que normalmente surge

después de un periodo de crecimiento tan rápido como el que experimentó la economía mexicana en el primer semestre del año.

Según los consultores encuestados, los principales factores que podrían obstaculizar a la actividad económica durante los próximos meses son los siguientes: la incertidumbre política (28 por ciento de las respuestas); posibles incrementos de las tasas de interés externas (12 por ciento de las respuestas); y la disponibilidad de financiamiento externo (11 por ciento de las respuestas).

IV.2. Expectativas de Inflación

Los pronósticos de los analistas acerca de la inflación mensual para julio, agosto y septiembre fueron revisados a la baja en abril y mayo y ligeramente al alza en junio. Dichos pronósticos indican que la inflación anual descenderá de 9.41 por ciento en junio a 9.12 en septiembre (Cuadro 7).

Cuadro 7

Expectativas de Inflación Mensual y Anual Por ciento

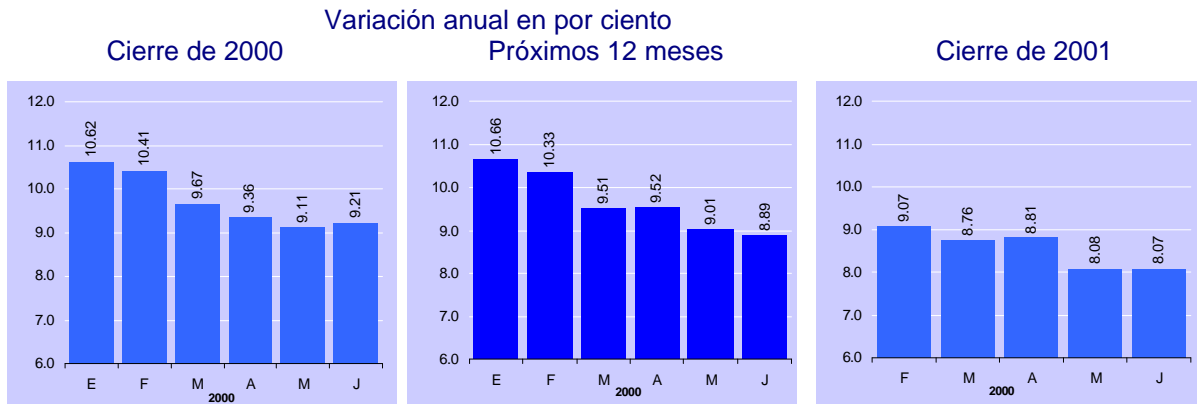
	Mensual	Anual
Julio	0.55	9.29
Agosto	0.54	9.26
Septiembre	0.83	9.12

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

De acuerdo con las encuestas que recaba el Banco de México, durante abril y mayo las expectativas de inflación para los años 2000 y 2001 se redujeron respectivamente de 9.67 y 8.76 en marzo a 9.11 y 8.08 en mayo. A su vez, los pronósticos de la inflación para los siguientes 12 meses también se corrigieron de 9.51 en marzo a 9.01 en mayo. En junio, a consecuencia de que la inflación en ese mes resultó superior a la esperada, se modificaron al alza las expectativas correspondientes a los meses de julio, agosto y septiembre y para todo el año 2000 (9.21 por ciento). Sin embargo, los especialistas asignaron a este fenómeno un carácter transitorio ya que las expectativas para fechas posteriores al cierre de 2000 –para los siguientes 12 meses y para 2001– fueron mantenidas en su tendencia decreciente. De acuerdo con las encuestas citadas, la inflación pronosticada para los siguientes 12 meses y para el año 2001 descendió de 9.01 y 8.08 en mayo a 8.89 y 8.07 por ciento en junio (Gráfica 24). Sin embargo, cabe subrayar que la velocidad a la cual se han reducido estas expectativas ha disminuido considerablemente y el nivel de la inflación esperada para 2001 es todavía incongruente con el objetivo de alcanzar la inflación de los principales socios comerciales del país al cierre del año 2003.

Gráfica 24

Evolución de las Expectativas de Inflación



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

Conviene añadir que los movimientos del tipo de cambio durante el mes de junio no afectaron la evolución de las expectativas de inflación de mediano plazo.

La información incorporada en algunos instrumentos financieros no refleja la caída que han experimentado las expectativas de inflación. Ello es atribuible a que los ajustes observados en la percepción del riesgo país, la volatilidad cambiaria y la mayor restricción monetaria han inducido un aumento de las tasas de interés en todos sus plazos al igual que una ampliación, aunque marginal, del diferencial entre las tasas de interés de los Cetes y las de los Udibonos (Gráfica 25). Sin embargo, la mayor horizontalidad que muestra la curva de rendimientos de los Cetes, refleja una expectativa de descenso tanto de la inflación como de las tasas de interés nominales.

En resumen, el comportamiento reciente de las expectativas de inflación del sector privado indica que la sorpresa inflacionaria de junio y la volatilidad cambiaria que se experimentó en ese mes, solamente afectaron las expectativas de inflación para el año 2000, en particular las correspondientes al periodo julio–septiembre. Por su parte, las expectativas para el mediano plazo siguieron corrigiéndose a la baja. Sin embargo, éstas aún se encuentran en niveles incompatibles con la trayectoria necesaria para converger con la inflación de los principales socios comerciales de México en el año 2003. Conviene advertir al respecto que si bien el descenso de estas expectativas continúa, el mismo se está dando a un ritmo más lento que el observado en el pasado.

Relación entre el Diferencial de las Tasas de Cetes y de Udibonos y las Expectativas de Inflación

Los Cetes son títulos emitidos por el Gobierno Federal y colocados a descuento, que pagan un rendimiento al término de su plazo. El ahorrador siempre busca que el rendimiento cubra tanto una tasa real que refleje el costo de oportunidad de sus fondos como la inflación esperada para compensarle por la erosión que sufre el valor real del título a causa del crecimiento del nivel de precios.

Los Udibonos también son títulos emitidos por el Gobierno Federal. A diferencia del Cete, el Udibono paga cupones. Es decir, ofrecen pagos de interés con cierta periodicidad antes del vencimiento y los cuales se calculan con base en el valor del principal y una tasa de interés fija. El principal del Udibono se actualiza de acuerdo con la evolución del INPC, por lo que el comprador sabe que el valor real del título no cambia debido a movimientos inesperados de la tasa de inflación. Mientras que la tasa de rendimiento del Cete debe compensar al tenedor por la inflación esperada, en el caso del Udibono el ajuste correspondiente del principal implica que el comprador sólo requerirá que la tasa de rendimiento cubra el costo de oportunidad real de los fondos prestados.

Por lo anterior, la tasa de rendimiento de los Udibonos proporciona también información sobre las tasas reales de interés que se pagan en México. Así, la diferencia entre los réditos de estos dos tipos de títulos aporta una estimación sobre la inflación esperada por los tenedores de Cetes. El procedimiento para calcular la inflación esperada es deducir de la tasa de rendimiento nominal de los Cetes la tasa de rendimiento real de los Udibonos.¹

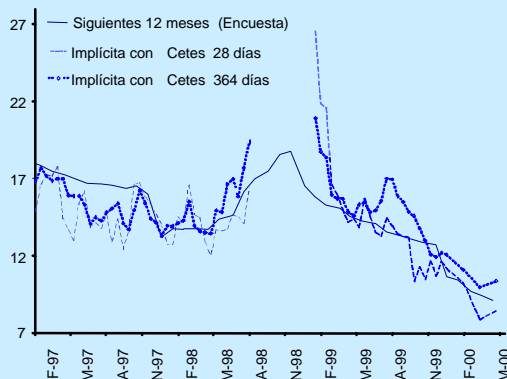
Sin embargo, en la práctica existen algunos problemas con la interpretación de esta estimación. Un componente adicional que determina la tasa de rendimiento de un título de deuda es su plazo o vencimiento. Todo lo demás constante, a mayor plazo la tasa de rendimiento tiende a ser mayor, ya que el tenedor sacrifica la utilización de sus recursos durante un periodo más prolongado. Dado que los Udibonos tienen, en general, plazos de vencimiento más largos que los Cetes, es previsible que la tasa de interés de un Udibono sea mayor que la de un Cete. Por lo anterior, el cálculo explicado subestimaría la inflación esperada.

Otro componente de la diferencia entre el rendimiento de los Cetes y el de los Udibonos es una prima de riesgo asociada a los Cetes, ya que los tenedores de estos instrumentos exigen una sobretasa debido a la incertidumbre inflacionaria. En caso de que sea probable que la economía sufra perturbaciones que lleven a que la inflación sea diferente a la esperada, los tenedores de Cetes demandarán una compensación más elevada debido a dicho riesgo. Ello daría lugar a que la diferencia entre la tasa de Cetes y la de Udibonos fuese mayor que la expectativa de inflación. Así, esta prima de riesgo induciría un efecto contrario al de las diferencias en los plazos de vencimiento, llevando a una sobreestimación de la inflación esperada.

Por último, en una economía abierta a los flujos internacionales de capital el comprador de un título denominado en pesos requiere que la tasa nominal del bono cubra la tasa nominal externa más la expectativa de depreciación del tipo de cambio. Si se mantiene la paridad del poder de compra, —es decir, que la depreciación sea igual a la diferencia entre la inflación local y la externa—, el ejercicio planteado sería correcto. Sin embargo, de no cumplirse la paridad del poder de compra, el cálculo no reflejaría de forma adecuada la expectativa de inflación. Toda vez que en el corto

plazo las desviaciones de la paridad del poder de compra son más importantes que en el largo plazo, es probable que sus efectos sean mayores sobre la tasa de los Cetes que sobre la tasa de los Udibonos. Lo anterior implica que en periodos en que la tasa de depreciación esperada exceda al diferencial esperado de inflaciones entre México y Estados Unidos, el resultado sea que se sobreestime la tasa de inflación esperada. Lo contrario ocurriría en el caso inverso.

**Gráfica 1
EXPECTATIVAS DE INFLACION PARA LOS SIGUIENTES DOCE MESES E INFLACION ESPERADA IMPLICITA EN EL DIFERENCIAL ENTRE CETES Y UDIBONOS**



En la Gráfica 1 se recoge tanto la evolución de las expectativas de inflación calculadas con base en el diferencial entre la tasa de Cetes y la de Udibonos, como los pronósticos de inflación del público para los siguientes doce meses, obtenidos a partir de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas del Sector Privado que recaba el Banco de México. Para dicho cálculo se emplearon las tasas de los Cetes a 28 y 364 días así como la tasa del Udibono a 5 años debido a que es el instrumento que se ha emitido con mayor regularidad.

En dicha gráfica puede observarse que los pronósticos de inflación implícitos en la diferencia entre las tasas de interés tienden a ser mayores que la inflación esperada por los analistas encuestados. Esto sugiere que el efecto de la prima de riesgo que conllevan los Cetes debido a la posibilidad de cambios inesperados en la tasa de inflación, domina al efecto del mayor plazo de vencimiento de los Udibonos.

La gráfica revela asimismo que la brecha entre la tasa de inflación esperada proveniente de la Encuesta sobre Expectativas y la inferida a partir de las tasas de Cetes y Udibonos no es constante. Esta diferencia tiende a incrementarse en periodos en los que se presentan aumentos significativos en las expectativas de depreciación y que no se ven correspondidos en el corto plazo por una elevación en la inflación esperada. En los periodos en que ocurre lo anterior, la inflación esperada que se deduce a partir del diferencial de tasas sobreestima a la verdadera.

Sin embargo, a pesar de los problemas mencionados, la gráfica muestra que ambas series se comportan de forma muy parecida. Debido a ello, en periodos en los que no se presenta una volatilidad financiera considerable, las expectativas de inflación obtenidas a partir de las tasas de los Cetes y de los Udibonos resulta un buen indicador que complementa a las expectativas de inflación que se recaban mediante las encuestas.

¹ El cálculo exacto es $p^e = (1 + i) / (1 + r) - 1$, donde p^e es la tasa esperada de inflación, i es la tasa de interés nominal asociada a los Cetes, y r es la tasa de interés real asociada a los Udibonos. Este cálculo es el que se emplea para obtener los resultados reportados. Si los valores de las tasas son pequeños, la diferencia simple en tasas da aproximadamente el mismo resultado.

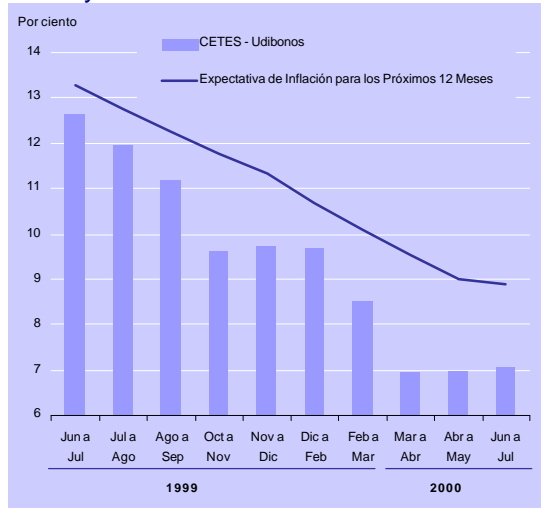
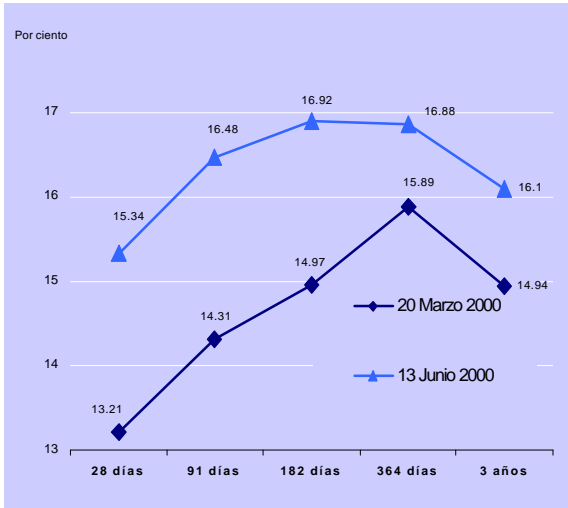
Gráfica 25

Curvas de Rendimiento Nominal de los Cetes y Diferencial de Tasas entre Cetes y Udibonos

Tasas de la subasta primaria

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.

Cuadro 8

Resumen de las Expectativas del Sector Privado

Tipo de Cambio (cierre de 2000)	10.06 (pesos/dólar)	Precio del Petróleo (Trim. IV de 2000)	18.68 (dólares por barril)
Tipo de Cambio (promedio de julio)	9.81 (pesos/dólar)	Crecimiento real en E.U.A.* (Trim. III de 2000)	3.70%
Tipo de Cambio (promedio de agosto)	9.77 (pesos/dólar)	Crecimiento real en E.U.A. (2000)	4.70%
Tipo de Cambio (promedio de septiembre)	9.82 (pesos/dólar)	Inflación Anual México (cierre de septiembre)	9.12%
Incrementos salariales (julio)	11.70%	Inflación Anual México (cierre de 2000)	9.21%
Incrementos salariales (agosto)	11.48%	Crecimiento Real en México (Trim. II de 2000)	5.90%
Precio del Petróleo (Trim. III de 2000)	22.40 (dólares por barril)	Crecimiento Real en México (2000)	5.53%

FUENTE: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado y Bloomberg.
* Tasa de crecimiento trimestral anualizada.

V. Balance de Riesgos y Conclusiones

Durante el segundo trimestre del presente año se fortaleció la trayectoria descendente que la inflación ha exhibido desde principios de 1999, sea ésta medida por el índice general (INPC) o por el subyacente.

La explicación del anterior resultado reside fundamentalmente en la conjunción de los siguientes factores:

- (a) los incrementos nominales de los salarios contractuales han sido desde enero menores que los negociados en 1999;
- (b) el entorno externo continuó siendo benéfico, pese a la ocurrencia intermitente de episodios de volatilidad;
- (c) la oferta interna de bienes y servicios mostró gran flexibilidad, particularmente durante el primer trimestre del año; y
- (d) la actuación proactiva de las autoridades monetarias con el fin de mantener las expectativas de inflación en línea con las metas de mediano plazo.

Desde mayo la inflación anual alcanzó un nivel inferior a 10 por ciento, lo cual se preveía que ocurriría algunos meses más adelante. Incluso, de no haber sido por el crecimiento tanto de los precios de los productos agropecuarios como de los precios administrados y concertados por el sector público hubiera resultado factible un descenso todavía más rápido de la inflación.

Respecto a lo anterior, durante las últimas semanas de junio y las primeras de julio se registró una desaceleración en el crecimiento de los precios de los productos agropecuarios. En contraste, los precios administrados y concertados continúan presentando una inflación elevada. Este comportamiento sugiere que en los meses venideros estos últimos seguirán siendo fuente de presiones sobre la inflación general.

En el período reportado, también se detectaron señales de que el vigoroso crecimiento que ha venido exhibiendo la demanda agregada y, particularmente el consumo privado, parece estar

incidiendo ya sobre los precios de los insumos de la producción. A este respecto, al momento de escribir este documento son causa de preocupación las siguientes cuestiones:

- (a) el crecimiento de los costos unitarios de la mano de obra en diversos sectores de la actividad económica;
- (b) el hecho de que las revisiones salariales contractuales no hayan incorporado plenamente la mejoría de las expectativas de inflación. Por este motivo, los incrementos ex-ante de los salarios contractuales reales todavía se encuentran en niveles incongruentes con las ganancias en la productividad de la mano de obra previsibles en un horizonte de largo plazo;
- (c) la escasez de mano de obra calificada en algunas regiones; y
- (d) el repunte de la tasa de incremento anual del INPP sin petróleo y sin servicios.

Si bien estos desarrollos no ponen en riesgo inmediato el logro de las metas de inflación de corto plazo, constituyen razón suficiente para mantener el sesgo restrictivo de la política monetaria. Ello, con el fin de alcanzar en el año 2001 una inflación compatible con el objetivo de mediano plazo. Este es el de obtener para el cierre de 2003 una inflación similar a la que prevalece en las economías de los principales socios comerciales de México.

El escenario base para el resto del año inevitablemente se sustenta en una consideración cuidadosa de los riesgos implícitos en la evolución de los entornos externo e interno.

En el ámbito externo, los principales factores que podrían estorbar el descenso de la inflación a futuro son los siguientes:

- (a) una desaceleración brusca de la economía de los Estados Unidos;
- (b) un aumento sustancialmente mayor que el anticipado de las tasas de interés internacionales;
- (c) un desplome del mercado de valores de los Estados Unidos; y
- (d) una caída importante del precio del petróleo.

Los indicios de desaceleración económica en los Estados Unidos durante el segundo trimestre fueron suficientes para que la Reserva Federal en la reunión correspondiente al 28 de junio no aumentara su objetivo de tasas de interés. No obstante lo anterior, la evidencia de que el crecimiento de la demanda agregada en ese país se está encaminando hacia un ritmo sostenible es todavía tentativa y preliminar. De cualquier manera, la probabilidad de que se presente una desaceleración brusca de la economía de los Estados Unidos ha disminuido marginalmente del primer trimestre del año a la fecha.

Debido al vigor que aún conserva dicha economía y a la posibilidad de que la desaceleración observada en el segundo trimestre haya sido causada solamente por fenómenos estacionales y climáticos, no se puede excluir el escenario en el cual, en la segunda mitad del año, la actividad económica se acelere y se observen señales de una aceleración de la inflación. En dichas circunstancias podría requerirse de alzas en las tasas de interés significativamente mayores que las esperadas. Lo anterior podría inducir una reducción abrupta del crecimiento económico en los Estados Unidos y una caída brusca del mercado de valores en ese país. Finalmente, respecto de la factibilidad de un desplome de los precios del petróleo y del mercado de valores en dicho país, algunos analistas consideran que ambas variables se encuentran en niveles excesivamente elevados. Así, no sería prudente rechazar la posibilidad de que los eventos mencionados ocurran efectivamente.

Como se comentó en el Informe sobre la Inflación: Enero-Marzo 2000, de concretarse alguna de las posibilidades enunciadas sería probable que se generase una depreciación del tipo de cambio, que estaría respondiendo a una mayor escasez de divisas. En esta situación, la variación correspondiente del tipo de cambio nominal sería el mecanismo de ajuste para moverse hacia un tipo de cambio real de equilibrio más alto. Debido a que en el pasado los movimientos cambiarios han inducido incrementos en la inflación, los ajustes que se suscitaban en la cotización del peso llevarían a un deterioro de las expectativas de inflación y, por tanto, se afectarían las negociaciones de todo tipo de contratos en la economía. Es por esta razón que ante la evidencia de que los movimientos cambiarios estuvieran causando una significativa 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 reaccionaría de manera congruente e inmediata.

Las acciones de política monetaria no estarían orientadas a defender un nivel específico del tipo de cambio. Una de las principales ventajas de un régimen de flotación cambiaria es precisamente la de contar con la flexibilidad necesaria para que el tipo de cambio real se desplace hacia otro nivel de equilibrio cuando este último se modifique en respuesta a perturbaciones externas (variaciones de los términos de intercambio, de los flujos de capital, etc.) o internas (por ejemplo, alteraciones en el nivel del gasto público). Sin embargo, un tipo de cambio real más alto puede ser resultado de una gran número de combinaciones de depreciación nominal e inflación. En un escenario semejante, las intervenciones del Banco de México se enfocarían a lograr el ajuste necesario del tipo de cambio real al menor costo posible en términos de inflación.

El Banco de México, en coincidencia con la opinión mayoritaria de los analistas privados, considera que el escenario pesimista descrito líneas atrás tiene una baja probabilidad de ocurrencia. Por ello, en su escenario base el entorno externo para el segundo semestre incorpora los siguientes pronósticos:

- (a) una desaceleración gradual del crecimiento económico en los Estados Unidos; y
- (b) un precio del petróleo ligeramente inferior al nivel promedio que prevaleció durante el primer semestre.

Una desaceleración paulatina y ordenada de la economía de los Estados Unidos constituiría una influencia favorable para la estabilidad de los mercados financieros internacionales y nacionales. No obstante lo anterior, en el momento en que esa corrección tenga lugar, el dinamismo de las exportaciones mexicanas –petroleras y no petroleras– podría debilitarse.

El balance de los eventos descritos sería una reducción del ritmo de crecimiento de la demanda agregada y una ampliación del déficit comercial, el cual muy probablemente seguiría siendo financiado en lo principal mediante flujos de inversión extranjera directa. En consecuencia, no se vislumbra la aparición de presiones inflacionarias adicionales a las ya comentadas en este Informe.

En cuanto a los elementos internos de riesgo cabe considerar los siguientes. Como se mencionó, en el transcurso del segundo trimestre del año se percibieron señales incipientes de que el rápido crecimiento de la demanda agregada podría estar elevando los costos unitarios de la mano de obra, las revisiones salariales

contractuales y la evolución del Índice Nacional de Precios al Productor. Asimismo, si bien existe evidencia preliminar de que el dinamismo de la demanda agregada ha disminuido marginalmente, ello ha venido a su vez acompañado de una ligera desaceleración de la oferta interna, por lo que el saldo de la balanza comercial se ha mantenido relativamente estable. En suma, la información disponible sugiere que existen riesgos de que se esté materializando un crecimiento excesivamente vigoroso de la demanda agregada y en particular del consumo.

La situación descrita podría complicarse en el futuro en razón de la evolución que han mostrado recientemente los mercados financieros. Durante las primeras semanas de julio, como resultado del desarrollo ordenado de los comicios se revisaron favorablemente los pronósticos para la economía nacional. Consecuentemente, el tipo de cambio se apreció, las tasas de interés descendieron considerablemente y el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores aumentó. Estos ajustes son quizá reflejo de que los mercados anticipan un incremento de los flujos de capital de corto plazo hacia México. De concretarse esa perspectiva, dichos flujos, aunados al fortalecimiento de la confianza de los consumidores y empresas sobre el curso futuro de la economía, podrían propiciar un ambiente de mayor optimismo, el cual estimularía aún más la expansión de la demanda agregada. La consecuencia sería que se generaran presiones adicionales sobre los precios de los bienes no comerciables.

Los avances logrados hasta la fecha en la reducción de la inflación han sido muy importantes. Sin embargo, las expectativas del sector privado sugieren que existe cierto escepticismo respecto de la posibilidad de continuar con la reducción del crecimiento de los precios necesaria para alcanzar en el año 2003 la meta establecida. Esto se expresa en que los analistas anticipan una disminución de la inflación de solamente 1.14 puntos porcentuales en el año 2001, lo cual representaría un cierto retroceso en comparación con lo logrado en los últimos años. Este relativo pesimismo es consecuencia de las presiones inflacionarias que se han detectado en los últimos meses y que se comentan a lo largo del presente documento. Además, esa expectativa es también fruto del conjunto de riesgos internos y externos que, de materializarse, podrían complicar el abatimiento futuro de la inflación.

Al considerar y sopesar todos los factores mencionados, el Banco de México prevé que el aumento de los precios en el tercer

trimestre de 2000 será menor que el registrado durante el mismo periodo del año anterior, por lo que la inflación anual se mantendrá en su tendencia descendente. Si bien la inflación a tasa anual se reducirá de junio a septiembre, la previsión es que esta disminución resulte menor que la conseguida en el segundo trimestre de 2000. Finalmente, procede apuntar que la inflación en el tercer trimestre del año resultará mayor que la del segundo, debido en gran parte a efectos estacionales. Al respecto debe destacarse que normalmente septiembre resulta un mes de relativamente alta inflación, al entrar en vigor los aumentos en las colegiaturas.

El reto de la política monetaria es el de lograr condiciones que permitan consolidar los avances logrados en materia de abatimiento de la inflación. Elemento central de este esfuerzo es la moderación de la demanda agregada, a fin de que ésta no exceda los límites que impone la capacidad instalada.

Para contener la expansión de la demanda agregada resulta indispensable la aplicación de políticas macroeconómicas restrictivas. En ese tenor, el Banco de México ha ido apretando la política monetaria en el transcurso del año. Sin embargo, la intensificación de la astringencia monetaria podría conducir, por lo menos inicialmente, a una mayor apreciación del tipo de cambio, lo cual estimularía el gasto en bienes comerciables e induciría un mayor déficit de la balanza comercial. El aumento resultante del déficit externo sería probablemente financiado por flujos de capital de corto plazo. Este segundo efecto tendería a aumentar la vulnerabilidad del proceso desinflacionario y, por tanto, a reducir la efectividad de la política monetaria en su intento por mitigar las presiones inflacionarias. Por ello, el instrumento más efectivo a disposición de la política económica para afectar al gasto sería la restricción fiscal. Una medida semejante, al aumentar el ahorro público, incide directamente sobre el ahorro total de la economía, inhibiendo el crecimiento de la demanda agregada y disminuyendo las necesidades de financiamiento externo.

Viendo hacia adelante, para conservar la solidez de las finanzas públicas en un entorno menos favorable que el actual y contribuir tanto a la sostenibilidad del proceso de crecimiento económico como al descenso progresivo de la inflación, es imprescindible llevar a cabo una reforma que incremente sustancialmente los ingresos no petroleros del Gobierno Federal.

En resumen, la respuesta de política económica óptima para controlar las presiones de demanda agregada presentes en la economía mexicana implica una aplicación coordinada de las políticas monetaria y fiscal. Ello, a manera de que simultáneamente se reduzca el crecimiento del gasto interno y se limite el deterioro de las cuentas externas. La importancia de inducir una reducción en la expansión de la demanda agregada cobra aun mayor relevancia en el contexto actual en el cual se anticipa una desaceleración de la economía de los Estados Unidos. Este fenómeno tendría como consecuencia un aumento en el déficit comercial de México, el cual se podría ver magnificado de sostenerse el vigoroso crecimiento del gasto interno.

La aplicación de políticas monetaria y fiscal más restrictivas permitiría mantener los requerimientos de financiamiento externo de la economía en niveles compatibles con los flujos de capital de largo plazo e impediría la generación de presiones inflacionarias incompatibles con los objetivos correspondientes, aún en un entorno externo menos favorable que el actual.