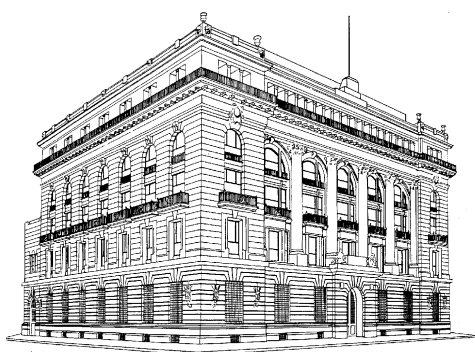


Informe sobre la Inflación

Enero – Marzo 2000



BANCO DE MÉXICO

ABRIL, 2000

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÚEMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB

ADVERTENCIA

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.2. Principales Determinantes de la Inflación | 10 |
| II.2.1. Entorno Externo y Tipo de Cambio | 10 |
| II.2.2. Mercado Laboral y Salarios | 14 |
| II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas | 20 |
| II.2.4. Precios Administrados y Concertados | 26 |
| II.2.5. Finanzas Públicas | 27 |
| II.2.6. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación | 28 |
| II.3. Resumen de la Evolución Reciente de la Inflación | 29 |
| III. Política Monetaria | 31 |
| III.1. Acciones de política monetaria | 31 |
| III.2. Evolución de los agregados monetarios | 35 |
| IV. Perspectivas | 40 |
| IV.1. Pronósticos sobre los Principales Determinantes de la Inflación | 40 |
| IV.2. Expectativas de Inflación del Sector Privado | 43 |
| IV.3. Perspectivas de la Inflación para el Corto y Mediano Plazos y Balance de Riesgos | 46 |
| V. Conclusiones | 51 |
| Anexo | 53 |
| Metodología para el Cálculo de la Inflación Subyacente | 53 |

I. Introducción

Con el fin de proporcionar a la sociedad más y mejores elementos de juicio para evaluar las acciones de la autoridad monetaria, la Junta de Gobierno del Banco de México anunció en el Programa Monetario para 2000 la publicación de un informe trimestral de inflación, ampliando los mecanismos de comunicación con el público. La inclusión de este nuevo elemento en la conducción de la política monetaria representa un paso adicional en la transición hacia un esquema de objetivos de inflación.

El esquema actual de política monetaria del Banco de México contiene varios aspectos fundamentales:

- (a) el objetivo de alcanzar en el año 2000 una inflación anual que no exceda de 10 por ciento;
- (b) la meta de converger en el año 2003 con la inflación de los principales socios comerciales del país;
- (c) la práctica de hacer una evaluación permanente de la situación y perspectivas inflacionarias, que sirva de base para la aplicación de la política monetaria; y
- (d) el énfasis en una política de mayor transparencia con respecto a la operación del Banco Central y en una comunicación más eficaz con la sociedad.

La ausencia de una relación estable entre el crecimiento de los agregados monetarios y la tasa de inflación ha inducido a la gran mayoría de los bancos centrales del mundo a reducir la importancia concedida a la evolución de dichos agregados en el análisis de las presiones inflacionarias. Varios institutos centrales, tanto en economías desarrolladas como en desarrollo, han transitado hacia esquemas de objetivos de inflación. Estos esquemas tienen dos características principales: el establecimiento de metas explícitas de inflación y la instrumentación de mecanismos que permiten una más estrecha comunicación con la sociedad.

En México, a medida que la inflación ha disminuido la relación de corto plazo entre el crecimiento de la base monetaria y la inflación se ha vuelto más inestable y por tanto difícil de predecir. Esto condujo a que se redujera la utilidad del crecimiento de la base monetaria como referencia para el análisis de las presiones

inflacionarias. En consecuencia, el análisis de dichas presiones debe apoyarse en un estudio cuidadoso de una serie de indicadores que proporcionan información sobre el fenómeno inflacionario.

Debido a los rezagos con los que la política monetaria afecta la evolución de los precios, la autoridad reacciona por lo general cuando su evaluación de la situación inflacionaria hacia el futuro no es congruente con las metas propuestas. Por tanto, es importante que la autoridad describa de manera periódica los distintos escenarios que pueden materializarse en el futuro y cómo éstos condicionan las acciones presentes y futuras del banco central para poder alcanzar los objetivos de inflación propuestos. Este es uno de los principales motivos de la publicación del presente Informe.

Además de esta introducción, el documento consta de cuatro secciones. En las dos primeras se hace una descripción del comportamiento de la inflación y de las acciones de política monetaria durante el trimestre enero-marzo de 2000. Aunque estas secciones cubren los sucesos pasados, el análisis correspondiente sirve como fundamento para identificar aquellas tendencias que seguirán afectando la evolución de la inflación en el futuro. En la siguiente sección se recogen las proyecciones del sector privado sobre la evolución de los principales determinantes de la inflación y de la inflación misma para el siguiente trimestre y el resto del año. Además, se describen las perspectivas inflacionarias de corto y mediano plazo de la autoridad monetaria y se realiza un análisis de los posibles riesgos y su efecto sobre la postura de la política monetaria. Finalmente, se presentan las principales conclusiones del Informe.

II. Evolución Reciente de la Inflación

En esta sección se presenta una revisión de la evolución de la inflación durante el trimestre y de los principales factores que influyeron en su desempeño.

II.1. Comportamiento de la Inflación durante el Trimestre

Durante el trimestre enero-marzo de 2000, la inflación fue menor que la esperada por los participantes en los mercados. Además, a lo largo de ese periodo el crecimiento del nivel general de precios se mantuvo en un intervalo congruente con el objetivo de alcanzar una inflación que no exceda de 10 por ciento para el año. El liderazgo en el proceso de desinflación lo mantienen los precios de las mercancías, aunque el descenso de la tasa de inflación se ha consolidado también en el sector de los servicios.

La inflación mensual en enero, febrero y marzo resultó respectivamente de 1.34, 0.89 y 0.55 puntos porcentuales. Como se observa en el Cuadro 1, los anteriores resultados de inflación contrastan favorablemente con los pronósticos del sector privado obtenidos de las encuestas levantadas por el Banco de México.

Cuadro 1 **Inflación Observada y Esperada del INPC durante el Trimestre Enero-Marzo**

Variación en por ciento

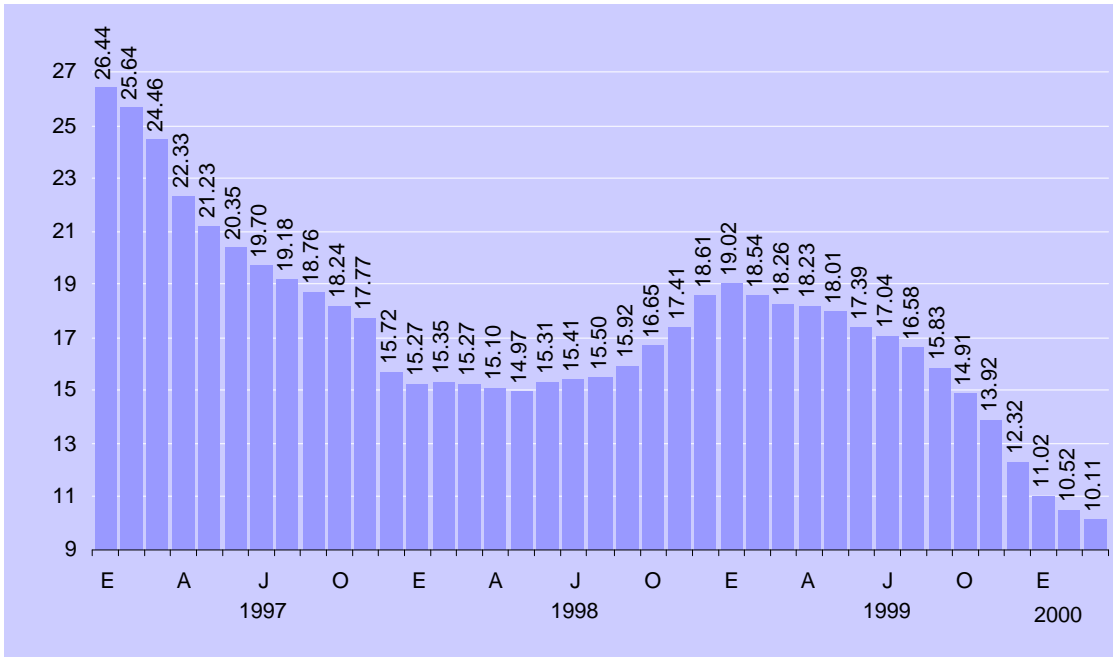
| | 2000 | | 1999 | |
|---------|-------------------|-------------|-------------------|-------------|
| | Inflación Mensual | | Inflación Mensual | |
| | Observada | Esperada 1/ | Observada | Esperada 1/ |
| Enero | 1.34 | 1.56 | 2.53 | 2.51 |
| Febrero | 0.89 | 1.02 | 1.34 | 1.78 |
| Marzo | 0.55 | 0.78 | 0.93 | 1.16 |

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

En el periodo analizado la inflación medida a tasa anual también disminuyó significativamente, fortaleciéndose la tendencia descendente que viene registrándose desde el mes de febrero del año pasado (Gráfica 1). Así, al cierre de marzo de 2000 la tasa anual de inflación fue ya de 10.11 por ciento. El avance en el abatimiento de

la inflación se hace aún más patente al compararse esta cifra con la que se registró en marzo de 1999, la cual fue de 18.26 por ciento. Por otra parte, la inflación acumulada durante el primer trimestre del presente año resultó de 2.81 por ciento, que es la menor para similar periodo desde 1994.

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



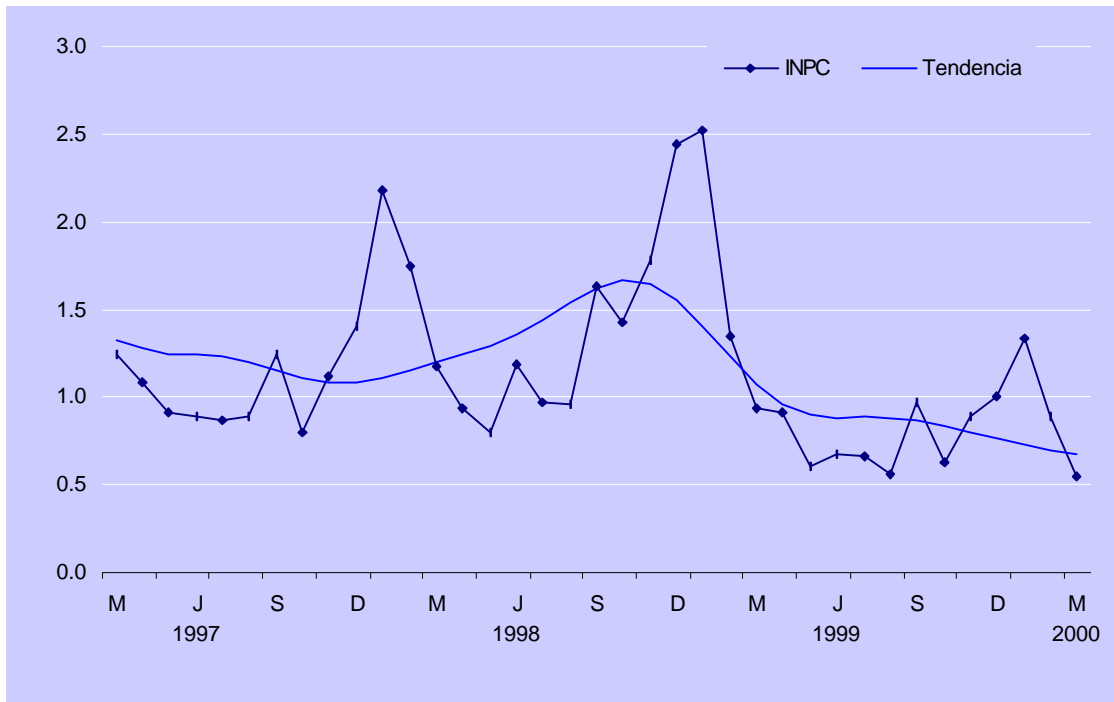
En la Gráfica 2 se observa que en enero del presente año tuvo lugar un repunte de la inflación mensual. Este resultado se explica por el incremento estacional que presenta la inflación en dicho mes. Al compararse las variaciones mensuales del INPC en enero, febrero y marzo de 2000 con las registradas durante los mismos meses del año previo, la trayectoria descendente de la inflación sigue siendo evidente. De igual manera, el análisis de la serie de tendencia¹ de este indicador permite constatar que al separar los efectos estacionales, la inflación continúa moviéndose a la baja.

¹ Calculada a partir del proceso estadístico X12 ARIMA.

Gráfica 2

Indice Nacional de Precios al Consumidor

Variación mensual en por ciento



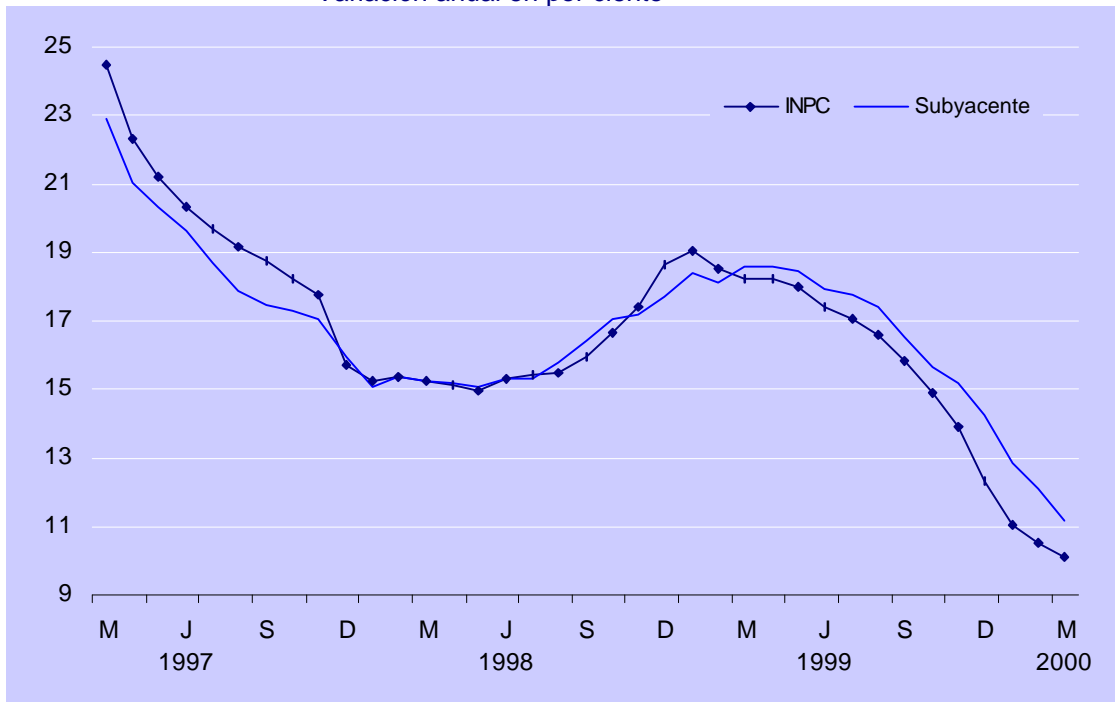
Los bancos centrales utilizan con frecuencia índices de precios especiales que les permiten determinar las presiones inflacionarias de mediano plazo. A éstos se les denomina genéricamente como índices de inflación subyacente. La norma general es que en la construcción de estos índices se omitan aquellos elementos del índice general que por su alta volatilidad no son representativos de cambios en la tendencia de la inflación. Para el caso de México, el comportamiento histórico del INPC sugiere que con este fin se deben excluir los siguientes subíndices: de Productos Agropecuarios, de Educación y de Precios Administrados y Concertados. Cabe subrayar que la inflación subyacente es tan sólo una herramienta complementaria de análisis y comunicación y no substituye a la variación del INPC como objetivo de la política monetaria. En el Anexo del presente documento se incluye una explicación detallada de la metodología utilizada para la construcción del índice de inflación subyacente.

Durante el trimestre objeto de este informe, la inflación anual subyacente disminuyó sustancialmente con respecto a la del mismo trimestre de 1999. Lo anterior indica que el proceso de desinflación observado en los últimos 14 meses constituye una caída

clara de la tendencia inflacionaria de mediano plazo y que no se explica solamente por un crecimiento mas lento de un subconjunto de los precios. Así, en marzo de 2000 la tasa de incremento anual de este índice fue de 11.16 por ciento, mientras que en marzo y diciembre de 1999 había sido respectivamente de 18.57 y 14.24 por ciento (Gráfica 3).

Gráfica 3 Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente

Variación anual en por ciento



Cabe destacar que desde marzo de 1999 la inflación medida por el INPC ha sido inferior a la subyacente. Este resultado sugiere que aún cuando la disminución de la inflación se ha generalizado, en el periodo analizado hubo movimientos extraordinarios de los precios de algunos bienes y servicios (excluidos del cálculo de la inflación subyacente por su alta volatilidad) que contribuyeron significativamente al descenso de la inflación general. Sobresalen entre estos últimos los precios de los productos agropecuarios, cuya variación anual en el mes de marzo resultó negativa (Cuadro 2).

Medición de la Tendencia de la Inflación.

La mayoría de los bancos centrales cuyo esquema operativo de política monetaria es el de "objetivos de inflación" utiliza indicadores de la tendencia de la inflación o inflación subyacente. Así, el Banco de Canadá se apoya en un índice de precios al consumidor que excluye alimentos, energía e impuestos indirectos como guía para la conducción de la política monetaria. Otros, como el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda y el Banco de Inglaterra, también publican de manera periódica mediciones estadísticas de la tendencia de la inflación. Estos indicadores se construyen basados en el supuesto de que las fluctuaciones extremas de los precios relativos generalmente se traducen en perturbaciones temporales en la tasa de inflación sin alterar las tendencias subyacentes. La tendencia de la inflación puede ser estimada utilizando métodos estadísticos pero no puede ser medida con precisión. Entonces, es prudente comparar los resultados de diversas estimaciones. Cuando éstas transmiten el mismo mensaje, las autoridades monetarias pueden estar razonablemente seguras de que sus decisiones se fundamentan en señales confiables. Si, por el contrario, las estimaciones difieren significativamente, las razones de la divergencia deben ser examinadas cuidadosamente para guiar a la política monetaria en la dirección de mantener la tendencia de la inflación dentro de la trayectoria objetivo.

La decisión del Banco de México de publicar regularmente una medición de la inflación subyacente no implica en modo alguno el abandono de las variaciones en el INPC como objetivo de las acciones de política monetaria. El INPC es un indicador de aceptación generalizada y fácilmente comprensible por el público. El indicador de inflación subyacente proporciona información complementaria de gran utilidad en un horizonte que trasciende al corto plazo.

Cuadro 2

Indices de Precios: INPC, Subyacente, Productos Agropecuarios, Educación y Administrados y Concertados.

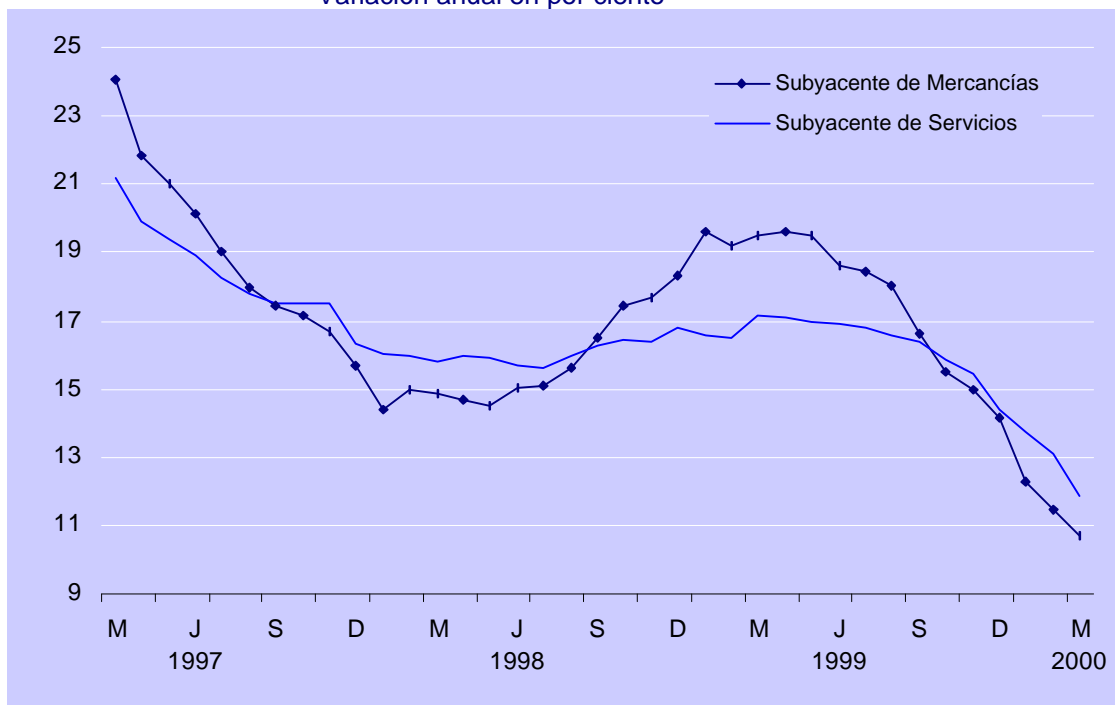
Variación anual en por ciento

| | Marzo de 2000 | Marzo de 1999 |
|-----------------------------|---------------|---------------|
| INPC | 10.11 | 18.26 |
| Subyacente | 11.16 | 18.57 |
| Agropecuarios | -0.17 | 17.73 |
| Educación | 17.98 | 17.18 |
| Administrados y Concertados | 12.31 | 17.63 |

A fin de identificar las principales causas de la dinámica inflacionaria durante el periodo reportado, es conveniente dividir a la canasta del índice de precios subyacente en dos categorías: mercancías y servicios. Las mercancías son en su mayoría bienes comerciables internacionalmente, por lo que sus precios responden principalmente a los movimientos del tipo de cambio. Por su parte, los servicios son en gran medida bienes no comerciables y se determinan en lo fundamental por las expectativas de inflación y por los salarios.

Como se aprecia en la Gráfica 4, desde febrero de 1999 la evolución de la inflación subyacente de mercancías ha incidido de manera importante en la baja de la inflación general. El pasado mes de marzo la variación anual de este índice cerró en 10.67 por ciento, lo que contrasta con la tasa de 14.13 por ciento que alcanzó en diciembre de 1999. Asimismo, la inflación anual subyacente de los servicios al mes de marzo alcanzó 11.89 por ciento, lo cual representa un descenso importante con respecto a la observada en diciembre del año pasado cuando fue de 14.40 por ciento. La trayectoria de ambos índices muestra que, aunque con cierto rezago, la desinflación en los servicios ha seguido a la de las mercancías. El rezago se explica por la lentitud con la cual las expectativas de inflación y los incrementos otorgados en las revisiones de salarios contractuales han convergido hacia niveles congruentes con la meta y con los propios resultados de la inflación.

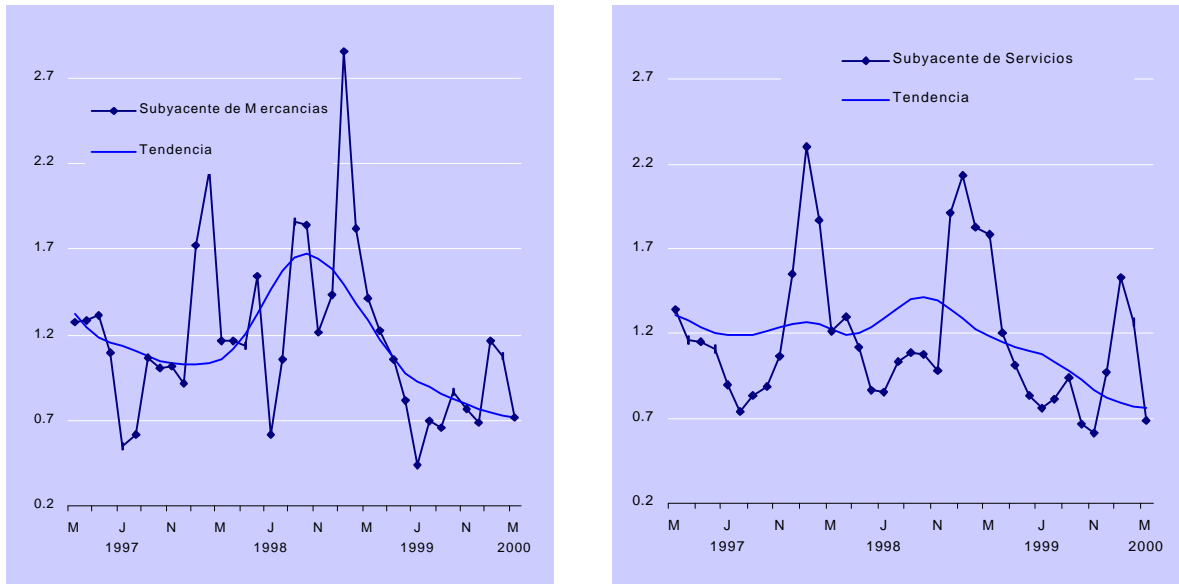
Gráfica 4 **Inflación Subyacente de Mercancías y de Servicios**
Variación anual en por ciento



La inflación a tasa mensual, tanto de las mercancías como de los servicios, tiene un fuerte componente estacional, razón por la cual el repunte de estos dos índices en enero no afectó la tendencia descendente de la tasa de crecimiento anual de ambos. La Gráfica 5 presenta la inflación mensual de las mercancías y de los servicios, así como sus respectivas series de tendencia. Estas últimas indican que

la desinflación de las mercancías ha sido más rápida que la de los servicios, a lo cual ha contribuido de manera importante la evolución del tipo de cambio. La disminución de la inflación mensual de las mercancías también es evidente al comparar las variaciones que registró en enero, febrero y marzo de este año - las cuales fueron respectivamente de 1.17, 1.07 y 0.72 por ciento - con las tasas que se observaron en 1999 durante los mismos meses y que alcanzaron 2.86, 1.82 y 1.42 por ciento. Asimismo, en el caso de los servicios la inflación mensual en enero, febrero y marzo de 2000 fue respectivamente de 1.53, 1.27 y 0.69 por ciento. El año anterior las variaciones mensuales de dicho índice durante los meses correspondientes fueron de 2.13, 1.83 y 1.78 por ciento.

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



En resumen, la evolución de la inflación a lo largo del primer trimestre del año exhibió una clara tendencia decreciente. La inflación anual al cierre de marzo fue de 10.11 por ciento, lo cual se compara favorablemente con el nivel de 12.32 por ciento registrado en diciembre de 1999. Por otra parte, la inflación subyacente anual también descendió, aunque su caída fue menos pronunciada que la experimentada por la inflación del INPC. La comparación entre el comportamiento de la inflación del INPC, la subyacente general y las subyacentes de mercancías y de servicios señala que la reducción en el crecimiento de los precios se debió tanto a una caída de la tendencia inflacionaria de mediano plazo, como a factores que

podrían tener un carácter no recurrente, como son la baja de los precios de las frutas y verduras y la apreciación del tipo de cambio. El comportamiento de los principales determinantes de la inflación en el periodo reportado se analiza con más detalle en la sección siguiente.

II.2. Principales Determinantes de la Inflación

Los principales factores que inciden sobre la evolución de la inflación se enumeran a continuación: los movimientos del tipo de cambio, de los salarios, de los precios administrados y concertados y las presiones de demanda agregada. Además, en el corto plazo la inflación se ve afectada por fenómenos transitorios, como son las variaciones de aquellos precios relativos que presentan una alta volatilidad, por ejemplo, los precios de las frutas y verduras. Por tanto, a fin de profundizar en el análisis de la dinámica inflacionaria reciente, en lo subsiguiente se examinan dichos factores.

II.2.1. Entorno Externo y Tipo de Cambio

Durante el trimestre enero-marzo de 2000 el entorno externo de la economía mexicana fue favorable. Entre los principales elementos de dicho marco cabe destacar los siguientes:

- (a) el vigor y persistencia de la expansión de la economía de los Estados Unidos;
- (b) la elevación del precio del petróleo; y
- (c) el otorgamiento por la agencia Moody's del grado de inversión a la deuda pública externa de México y la mejora en la calificación de esta deuda por parte de la agencia Standard & Poor's.

En fechas recientes se hizo del conocimiento público que el crecimiento real de la economía de los Estados Unidos en el cuarto trimestre de 1999 había sido de 7.3 por ciento, superando en 2.6 puntos porcentuales al pronóstico. Con dicho resultado la tasa de expansión anual correspondiente cerró en 4.2 por ciento. Además, algunos indicadores para esa economía dados a conocer durante los meses pasados señalan que la rápida expansión observada al final de

1999 ha continuado². Lo anterior dio lugar a que se modificaran al alza los pronósticos de crecimiento para la economía de Estados Unidos en el año 2000. Actualmente, el consenso de los analistas es que el crecimiento anual para el primer trimestre y para todo el año sea de 4.8 y 4.3 por ciento respectivamente. Así, una expansión más robusta que la esperada en ese país fue un factor que contribuyó al incremento de las exportaciones mexicanas, lo que, a su vez, apoyó la estabilidad del tipo de cambio a través de su impacto favorable sobre las cuentas externas de México.

En el primer trimestre de 2000 el precio internacional del petróleo alcanzó su nivel máximo de los últimos 10 años. En consecuencia, el precio de la mezcla mexicana registró un aumento sustancial. Partiendo de un nivel de 21.47 dólares por barril a principios del año, alcanzó un máximo de 29.27 a principios de marzo y luego se redujo a 22.21 dólares por barril a fin de ese mes. Lo anterior implica un nivel promedio durante el trimestre de 24.36 dólares por barril, 14.73 por ciento superior al precio implícito en la cotización a futuro del crudo prevaleciente al comienzo del año.

El pasado 2 de febrero la agencia Moody's anunció su intención de someter a revisión la calificación de la deuda pública externa de México. Dicho anuncio indujo una disminución inmediata de 125 puntos base en el indicador de riesgo país³. Lo anterior dio lugar a una mejoría significativa de las perspectivas de mediano plazo para el tipo de cambio ante la expectativa de un incremento en el flujo de capitales hacia México. El otorgamiento del grado de inversión el 7 de marzo y el incremento una semana después de la calificación por parte de Standard & Poor's ayudaron a consolidar las tendencias referidas.

El aumento del precio del petróleo y la notable expansión de la economía de Estados Unidos han influido de manera positiva sobre el comportamiento del tipo de cambio del peso. Sin embargo, estos dos factores también han contribuido a acentuar la incertidumbre acerca del posible resurgimiento de presiones inflacionarias en ese país. Ello fue lo que indujo a la Reserva Federal

² El indicador de gasto real en consumo creció en enero a una tasa anual de 6.9 por ciento, un punto por arriba de la del cuarto trimestre del año pasado. Por su parte, la tendencia del gasto real en construcción aumentó en enero a una tasa anualizada de 29 por ciento, lo que indica que el crecimiento trimestral anualizado de este sector probablemente será muy superior al promedio de 8 por ciento registrado en el trimestre precedente. Finalmente, la estimación inicial de 5 por ciento para el incremento de la productividad durante el cuarto trimestre se corrigió a 6.4 por ciento.

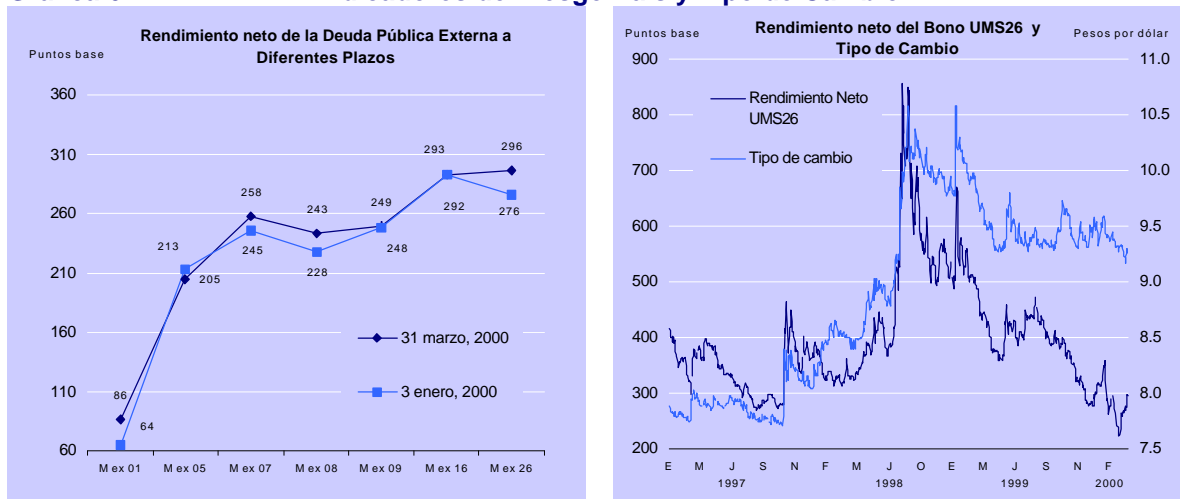
³ Medido por el diferencial entre el rendimiento neto del bono global UMS26 y un bono del Tesoro de los Estados Unidos con rendimiento similar.

a incrementar durante las reuniones que celebró en febrero y marzo su objetivo de tasa de fondos federales en un total de 50 puntos base. Al momento de redactar el presente informe dicha tasa se situaba en 6 por ciento, nivel que supera en 125 puntos base al que prevalecía hace un año.

Con todo, el balance de los factores mencionados resultó positivo, por lo que contribuyó a mejorar la percepción de riesgo país para México. El indicador de dicho riesgo se redujo de un nivel promedio de 339 puntos base en el trimestre octubre-diciembre de 1999 a 285 puntos base en el trimestre analizado. Sin embargo, la volatilidad experimentada por los mercados internacionales de capital hacia finales de marzo, incidió negativamente sobre dicha percepción. Como se muestra en la Gráfica 6, el rendimiento de los bonos mexicanos de mediano y largo plazo terminó el trimestre prácticamente en el mismo nivel que el observado el 3 de enero.

En la Gráfica 6 también se ilustra la relación existente entre el comportamiento del tipo de cambio y el rendimiento neto de los bonos globales de deuda externa mexicana con vencimiento en el año 2026 (UMS26). Como puede observarse, las apreciaciones del tipo de cambio han estado estrechamente asociadas con las reducciones que ha experimentado el rendimiento de la deuda mexicana. Destaca en la misma gráfica el hecho de que el rendimiento neto del bono UMS26 alcanzó en marzo niveles mínimos históricos.

Gráfica 6 Indicadores de Riesgo País y Tipo de Cambio



FUENTE: Bloomberg y Banco de México.

El ambiente optimista prevaleciente en los mercados internacionales de capital se reflejó en las condiciones en que pudo

colocarse el 21 de enero el bono global que emitió el Gobierno Federal, por 1,500 millones de dólares, con un diferencial de tan sólo 315 puntos base sobre la tasa del bono del Tesoro de Estados Unidos. Asimismo, el primero de marzo, el Gobierno Federal colocó un Eurobono por 1,000 millones de euros, con un diferencial de 210 puntos base sobre la tasa del bono del gobierno alemán a 10 años. Estas transacciones realizadas en condiciones tan propicias han influido positivamente sobre la perspectiva de mediano plazo del tipo de cambio del peso, al abatirse la posibilidad de que se presente un problema de refinanciamiento de la deuda pública externa en el resto del año.

Durante enero, febrero y marzo el nivel del tipo de cambio resultó inferior al valor promedio pronosticado por los analistas del sector privado para cada uno de esos meses y reportado en la encuesta que realizó el Banco de México en diciembre de 1999. En la Gráfica 7 puede observarse que el tipo de cambio se mantuvo estable durante enero, se apreció ligeramente en febrero y cerró el trimestre en una cotización de 9.26 pesos por dólar.

Gráfica 7 Tipo de Cambio Observado y Esperado en Enero-Marzo 2000¹
Pesos por dólar



¹ Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, diciembre de 1999, Banco de México.

En resumen, la apreciación del tipo de cambio del peso durante el primer trimestre del año fue reflejo de un entorno internacional favorable y de un buen desempeño de la economía. Dicho comportamiento del tipo de cambio coadyuvó tanto a la reducción de la tasa de crecimiento de los precios como a la mejoría de las expectativas inflacionarias, incrementándose de esa forma la probabilidad de alcanzar el objetivo de inflación para el año.

II.2.2. Mercado Laboral y Salarios

En enero las remuneraciones nominales por trabajador aumentaron, dependiendo del sector, a una tasa anual de entre 15.9 y 16.7 por ciento, por lo que las remuneraciones reales lo hicieron a una tasa anual de entre 4.4 y 5.1 por ciento. El crecimiento más elevado se observó en el sector comercio al mayoreo, mientras que el más bajo ocurrió en el de comercio al menudeo (Cuadro 3). Estos crecimientos se refieren a las remuneraciones por trabajador de enero de 1999 a enero de 2000. Por tanto, dicha información se ve influida por los aumentos salariales contractuales que se otorgaron durante ese lapso.

Cuadro 3

Remuneraciones Nominales y Reales por Trabajador

Variación anual en por ciento

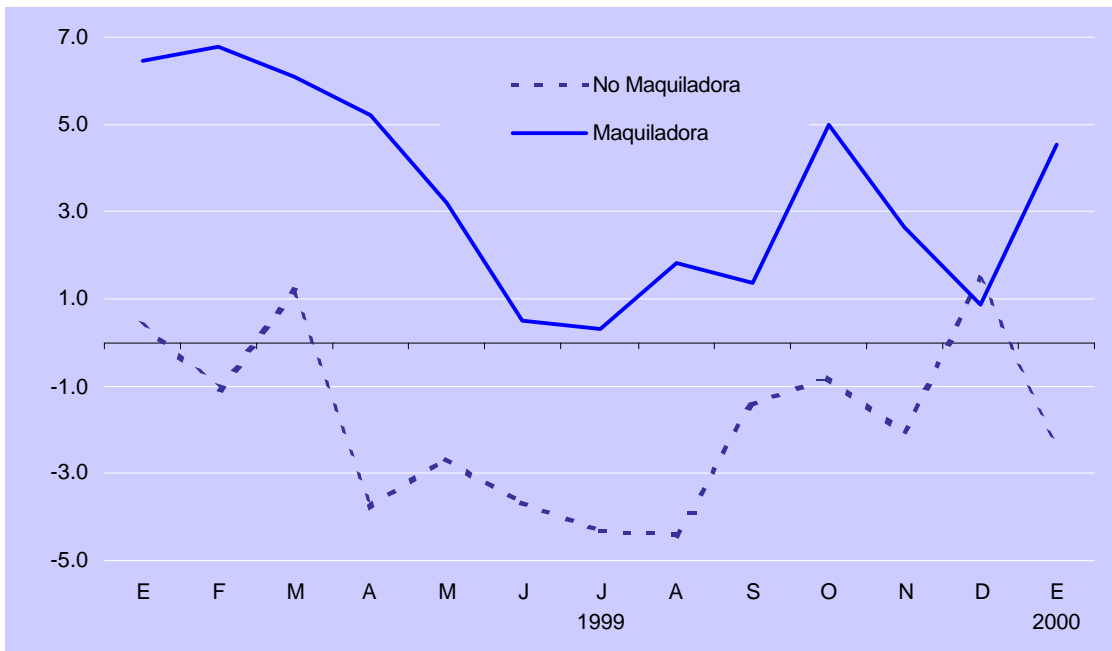
| | Variación Nominal | | | | | Variación Real | | | | |
|------------------------------|-------------------|------|------|-------|------|----------------|-----|------|-------|------|
| | 1999 | | | | 2000 | 1999 | | | | 2000 |
| | Oct | Nov | Dic | ANUAL | Ene | Oct | Nov | Dic | ANUAL | Ene |
| Industria Manufacturera | 15.3 | 16.8 | 18.3 | 17.8 | 16.0 | 0.4 | 2.5 | 5.3 | 1.1 | 4.5 |
| Industria Maquiladora | 15.5 | 17.0 | 9.9 | 19.0 | 16.1 | 0.5 | 2.7 | -2.2 | 2.2 | 4.6 |
| Industria de la Construcción | 15.8 | 20.6 | N.D. | 18.8 | N.D. | 0.8 | 5.8 | N.D. | 1.4 | N.D. |
| Sector Comercio al Mayoreo | 13.7 | 14.5 | 13.0 | 14.7 | 16.7 | -1.0 | 0.5 | 0.6 | -1.5 | 5.1 |
| Sector Comercio al Menudeo | 14.9 | 18.6 | 16.6 | 18.3 | 15.9 | 0.0 | 4.1 | 3.8 | 1.6 | 4.4 |

Fuente: INEGI

Como se mencionó en el Informe de Política Monetaria de septiembre de 1999, desde los últimos meses de 1998 las revisiones salariales contractuales se apoyaron en expectativas de inflación que resultaron, a la postre, superiores a la inflación observada. Este fenómeno se reflejó con claridad en el aumento que desde agosto de 1999 exhibió la tasa de crecimiento de los costos unitarios de la mano de obra en el sector de manufacturas. Así, en diciembre de 1999 el aumento de las remuneraciones reales en la industria

manufacturera resultó mas alto que el crecimiento anual de la productividad de la mano de obra, que fue de 3.9 por ciento. Esto dio lugar a que en ese mes los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero no maquilador registraran una tasa de crecimiento anual positiva. Aunque en enero se revirtió este fenómeno, la evolución de este indicador debe vigilarse para detectar posibles cambios en su trayectoria (Gráfica 8). Por su parte, en la industria maquiladora se presentaron aumentos importantes de los costos unitarios.

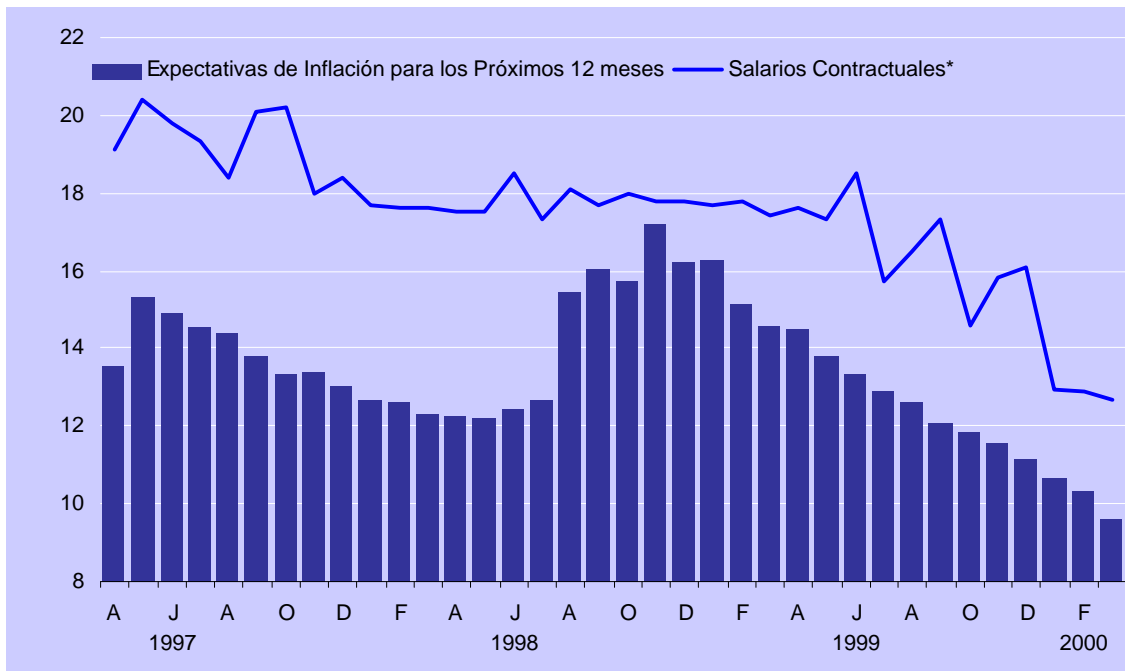
Gráfica 8 **Costos Unitarios de la Industria Manufacturera**
Variación anual en por ciento



Dado el rezago con el que se conocen las estadísticas sobre remuneraciones de la mayoría de los sectores productivos, la única información disponible a la fecha con respecto a su evolución durante el trimestre de estudio es la relativa a las revisiones salariales contractuales. Los incrementos salariales, que por lo general tienen una vigencia de un año, influyen en el crecimiento anual de las remuneraciones en los doce meses posteriores a la fecha de revisión. Estos incrementos mostraron un descenso durante el cuarto trimestre de 1999 y los primeros meses del año 2000, después de haber permanecido prácticamente constantes durante los primeros nueve meses del año pasado. En el último trimestre de 1999, el incremento de los salarios contractuales se ubicó, en promedio, en 14.8 por

ciento, mientras que en enero y febrero de 2000, éste se redujo a 12.9 por ciento. Finalmente, la información preliminar de marzo muestra un incremento similar, de 12.7 por ciento.

Gráfica 9 Salarios Contractuales e Inflación Esperada para los siguientes 12 Meses
Variación anual en por ciento



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

* Información preliminar para marzo de 2000.

En el Cuadro 4 se presenta, por un lado, el crecimiento de los salarios contractuales en sectores que producen manufacturas -es decir, bienes comerciables- y, por otro, en algunos más como los de servicios que, en general, corresponden a bienes no comerciables. En promedio, los salarios contractuales en sectores que producen bienes comerciables se incrementaron a una tasa superior a la del sector de bienes no comerciables. Esta diferencia probablemente se explica por un mayor crecimiento de la producción y de la productividad en el sector de bienes comerciables. Aunque la diferencia señalada se ha mantenido, en enero y febrero de 2000 en ambos sectores se registró un menor aumento de los incrementos salariales nominales, aunque continuó subiendo el salario real.

INDICADORES SOBRE SALARIOS Y PERCEPCIONES

La información sobre salarios contractuales se obtiene de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social (STPS) y la relativa a las remuneraciones medias en los diversos sectores de la actividad económica proviene del Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática (INEGI). A continuación se detallan las principales características de los referidos conceptos.

i) Salarios contractuales

La STPS elabora y difunde mensualmente las cifras de las revisiones de los salarios contractuales en empresas de jurisdicción federal (4,671 en 1999). La publicación incluye información tanto sobre los incrementos otorgados como sobre el número de trabajadores beneficiados. De esta información es posible obtener los aumentos salariales por rama de actividad, por tamaño de empresa y por sector institucional.

Cuadro 1
Revisiones Salariales en Empresas de Jurisdicción Federal

| | | | | | | | | | | | | | | | |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|------|------|-------|------|------|-------|-------|------|
| Número de Empresas | 568 | 611 | 624 | 479 | 329 | 362 | 303 | 229 | 341 | 300 | 268 | 257 | 690 | 213 | n.d. |
| Número de Trabajadores (miles) | 154.8 | 189.9 | 226.8 | 130.3 | 58.5 | 44.4 | 175.2 | 40.3 | 53.5 | 436.3 | 35.0 | 22.7 | 212.0 | 171.1 | n.d. |
| Incremento Salarial Anual (%) | 17.7 | 17.8 | 17.4 | 17.6 | 17.3 | 18.5 | 15.7 | 16.5 | 17.3 | 14.6 | 15.8 | 16.1 | 12.9 | 12.9 | 12.7 |

n.d. Cifras no disponibles.
Fuente: Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

ii) Remuneraciones medias en los sectores de la actividad económica.

El INEGI recaba (vía encuestas mensuales) información sobre salarios, sueldos y prestaciones, a partir de la cual se pueden calcular las remuneraciones medias en los siguientes sectores: manufacturero, construcción, comercio e industria maquiladora de exportación.

Cuadro 2
Remuneraciones Medias
Variación anual en por ciento

| Sectores | 1999 | | | | | | | | | | | | 2000 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | E | F | M | A | M | J | J | A | S | O | N | D | E |
| Manufacturero | 18.5 | 17.8 | 19.3 | 18.1 | 19.3 | 18.4 | 17.7 | 17.7 | 18.3 | 16.9 | 17.3 | 18.5 | 16.1 |
| Maquilador | 24.7 | 24.0 | 25.7 | 21.0 | 18.8 | 20.6 | 16.9 | 19.0 | 19.0 | 15.4 | 17.0 | 9.9 | 16.1 |
| Construcción | 17.0 | 22.9 | 18.8 | 16.3 | 16.7 | 20.7 | 17.8 | 23.6 | 16.9 | 15.8 | 20.6 | n.d. | n.d. |
| Comercio al Menudeo | 12.1 | 15.4 | 18.3 | 12.8 | 16.9 | 16.5 | 15.0 | 14.0 | 14.9 | 13.7 | 14.5 | 13.0 | 16.7 |
| Comercio al Mayorero | 17.1 | 19.2 | 22.3 | 19.3 | 18.5 | 19.1 | 20.4 | 16.9 | 18.6 | 14.9 | 18.6 | 16.6 | 15.9 |

n.d. Cifras no disponibles.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.

Mercado Laboral

Un indicador confiable de la creación de empleos formales en México es el número de trabajadores asegurados en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS). Durante 1999 el aumento respectivo fue de 701 mil y de casi 209 mil en el primer trimestre del presente año.

Cuadro 1
Variación Porcentual en el Número de Trabajadores Asegurados en el IMSS
(De enero de 1999 a febrero de 2000)

| | Por ciento | | Por ciento |
|------------------|------------|---------------------|------------|
| Chiapas | 14.5 | San Luis Potosí | 7.2 |
| Querétaro | 13.3 | Jalisco | 6.7 |
| Baja California | 11.7 | Puebla | 6.4 |
| Tamaulipas | 11.7 | Baja California Sur | 5.4 |
| Hidalgo | 11.3 | Michoacán | 5.4 |
| Coahuila | 10.3 | Sonora | 5.2 |
| Yucatán | 10.1 | Veracruz | 5.2 |
| Aguascalientes | 9.5 | Sinaloa | 4.8 |
| Chihuahua | 8.8 | Morelos | 4.6 |
| Colima | 8.8 | Tabasco | 4.5 |
| Tlaxcala | 8.6 | Distrito Federal | 3.9 |
| Zacatecas | 8.6 | Guerrero | 2.0 |
| Nuevo León | 8.5 | Campeche | 1.4 |
| Guanajuato | 8.3 | Oaxaca | 0.1 |
| Durango | 7.6 | Quintana Roo | -1.5 |
| Estado de México | 7.2 | Nayarit | -6.3 |

La expansión del empleo se ha extendido prácticamente a la totalidad del territorio nacional. En efecto, en los 14 meses que culminaron en febrero del año 2000, el número de trabajadores asegurados en el IMSS creció más de 10 por ciento en siete entidades del país. Asimismo, en otras 15 el incremento correspondiente resultó superior a 7.5 por ciento. De hecho, en sólo dos estados, mismos que participan con el dos por ciento de los trabajadores asegurados del país, se observó una contracción (ver Cuadro 1).

La evolución de la tasa de desempleo abierto¹ (TDA) en las áreas urbanas es otro indicador útil de la demanda de trabajo. En diciembre de 1999 esta tasa se ubicó en 2 por ciento de la población económicamente activa (PEA), su menor nivel desde 1985, año en que este indicador comenzó a tener cobertura nacional. En el bimestre enero-febrero de 2000 la tasa referida promedió 2.36 por ciento de la PEA, porcentaje más alto que el registrado en el último bimestre de 1999 (2.05 por ciento). No obstante, con datos desestacionalizados la tasa resultó prácticamente igual en ambos bimestres. En promedio, durante el lapso comprendido de noviembre de 1999 a febrero de 2000 la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas se ubicó en sus niveles históricos más bajos para un periodo de cuatro meses.

Cuadro 2
Indicadores de Desempleo y Subempleo en Áreas Urbanas^{a/}

| 1er. bimestre de 2000 respecto a 1er. Bimestre de 1999 | Número de Ciudades en que: | | |
|---|----------------------------|-----------------------|---------|
| | Se redujo | Permaneció sin cambio | Aumentó |
| Tasa de desempleo abierto | 35 | 4 | 6 |
| Porcentaje de la PEA que labora menos de 35 horas por semana o está desempleada | 36 | 0 | 9 |
| Porcentaje de la PEA con ingresos inferiores al mínimo | 36 | 0 | 9 |

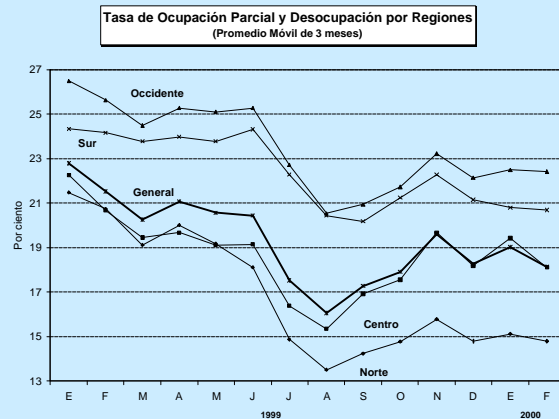
^{a/} Fuente:Elaborado con información de la Encuesta Nacional de Empleo Urbano del INEGI.

La favorable tendencia de la tasa de desempleo se ha extendido a la mayoría de las áreas urbanas del país. Así, la comparación de la tasa de desempleo del primer bimestre de 2000 con la prevaleciente en el mismo bimestre del año pasado (ver Cuadro 2) muestra que ésta se redujo en 35 de las 45 ciudades en que se recaba información, se mantuvo sin cambio en cuatro y se incrementó en seis. El resto de los indicadores del Cuadro 2 también muestra mejorías en la situación del empleo. Así, en 36 de las 45 ciudades consideradas se redujo el porcentaje de la PEA que labora menos de 35 horas por semana o que está desempleada.

La TDA no es necesariamente el indicador más adecuado para medir que tan apretado se encuentra el mercado laboral. Esto se debe a la alta proporción de trabajadores informales que hay en México, los cuales no se consideran como desempleados abiertos pero que ciertamente se encuentran en una situación de subempleo. Estos individuos pueden ser integrados al sector formal sin causar presiones al alza en los costos de producción que pudieran traducirse en incrementos del nivel general de precios. Un buen indicador de la disponibilidad de trabajadores informales es la tasa de ocupación parcial y desocupación (TOP), que mide la proporción de individuos ocupados menos de 35 horas a la semana por razones de mercado así como a los desocupados.

Durante 1998 y 1999, la TOP promedió 20.4 por ciento. Sin embargo, desde abril de 1999 empezó a reducirse para ubicarse en diciembre de ese año en 17 por ciento. Si bien esta tasa todavía es elevada, su análisis por regiones muestra que en algunas de ellas se encuentra ya en niveles moderados. En particular, en la zona norte del país la TOP fue ya cercana al 13 por ciento al cierre de 1999.

Gráfica 1



En México, existen considerables corrientes migratorias al interior del país, dirigidas hacia estados con mayor producto per cápita y con elevada creación de empleos. Sin embargo, dicha migración sólo limita parcialmente las presiones en el mercado laboral toda vez que el movimiento de personas no ocurre sino hasta que ha comenzado a crecer el empleo y a subir los salarios en la región receptora. Lógicamente, las regiones con menor TOP son aquellas en las que la fuerza de trabajo está más calificada. Esto indica que una migración desde regiones con mayor TOP, donde la fuerza de trabajo se encuentra menos calificada, sólo reduciría de manera limitada las presiones por mano de obra más calificada en las zonas de menor TOP.

¹ La tasa de desempleo abierto se define de acuerdo con los criterios de la Organización Internacional del Trabajo. Dicho indicador incluye a la proporción de la PEA, representada por las personas de 12 años o más, que en el periodo de referencia no hayan trabajado ni una hora a la semana, a pesar de haber buscado empleo asalariado o intentado ocuparse por su cuenta.

Cuadro 4

Salarios Contractuales por Sectores

Variación anual en por ciento

| | 1999 | | | 2000 | |
|----------------|------|------|------|------|------|
| | Oct | Nov | Dic | Ene | Feb |
| Manufacturas | 17.5 | 17.1 | 16.2 | 13.4 | 13.6 |
| Otros Sectores | 14.2 | 14.8 | 16.1 | 12.5 | 12.2 |

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

En el trimestre que cubre este reporte, el comportamiento de los salarios contractuales ha sido más congruente que en el pasado con el descenso de las expectativas de inflación para los siguientes doce meses y con el crecimiento previsible de la productividad de la mano de obra. Actualmente, la diferencia entre el crecimiento de los salarios contractuales y las expectativas de inflación es menor que en 1999 y la evidencia disponible sugiere que dicha diferencia ya casi converge al incremento factible de la productividad de la mano de obra⁴. Sin embargo, hay que destacar que la proyección de inflación del sector privado para los próximos doce meses se encuentra en 9.51 por ciento, la cual todavía es elevada en comparación con la trayectoria necesaria para alcanzar en 2003 la inflación de los principales socios comerciales de México.

En lo que se refiere al empleo, al inicio de 2000 éste ha continuado mostrando un buen desempeño. La Gráfica 10a presenta el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos), estadística que al cierre del primer trimestre registraba a 12,225,498 personas. El incremento en el año fue de 208,578 trabajadores. La Gráfica 10b muestra que la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas alcanzó el pasado mes de febrero un nivel de 2.4 por ciento, 0.80 puntos porcentuales menor que el observado en el mismo mes de 1999. Asimismo, la información vertida en la Gráfica 10c confirma la mejoría conseguida en materia de creación de empleos, ya que durante febrero continuó la tendencia decreciente del indicador de subempleo y desempleo, ubicándose la ocupación parcial⁵ en un nivel de 17.2 por ciento. La tendencia del subempleo indica que a lo largo de la reciente expansión económica, un número significativo de trabajadores se ha trasladado de empleos con baja productividad en el sector informal a empleos con mayor remuneración y productividad en el sector

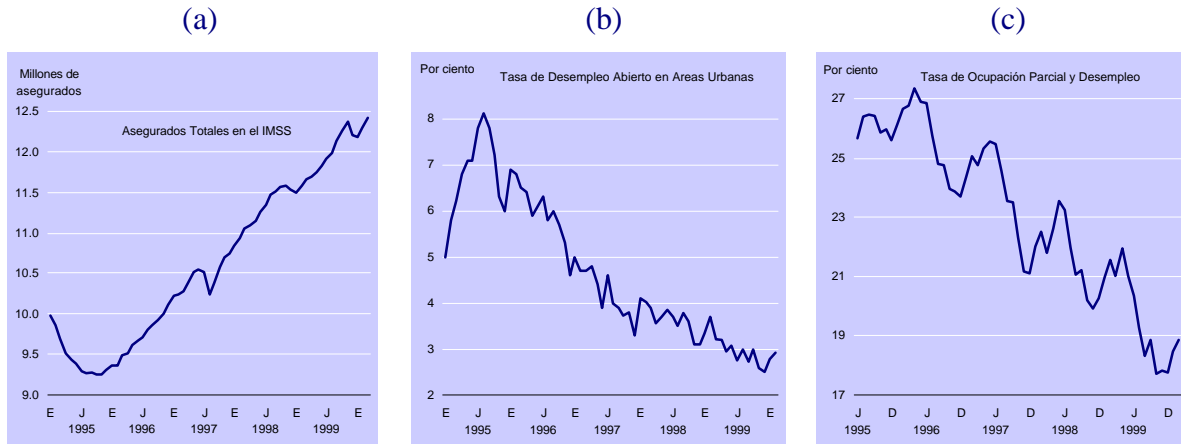
⁴ Durante el período 1998-1999, el incremento anual promedio de la productividad en la industria manufacturera no maquiladora, que es uno de los sectores de la economía con un mayor crecimiento de la productividad, fue de 3.1 por ciento.

⁵ Este concepto mide la proporción de individuos ocupados menos de 35 horas a la semana por razones de mercado.

formal. Tomando en cuenta la evolución del empleo y de los salarios reales durante el trimestre se anticipa que la masa salarial haya crecido.

Gráfica 10

Indicadores de Empleo y Desempleo



FUENTE: IMSS e INEGI.

En resumen, los incrementos de las remuneraciones nominales en enero se mantuvieron en niveles elevados en razón del efecto rezagado de los aumentos de los salarios contractuales que se dieron en el transcurso de 1999. Sin embargo, en enero, febrero y marzo de 2000, las revisiones salariales contractuales nominales exhibieron una reducción debido a que se tomó en consideración la caída de la inflación esperada. Así, la evidencia indica que la brecha entre el crecimiento nominal de los salarios y la inflación objetivo para 2000 es menor que la observada el año anterior. Asimismo, la importante expansión que ha mostrado el empleo y la reducción de la tasa de desempleo han propiciado que en varias regiones del país se reporte escasez de mano de obra calificada. Este fenómeno coincide con altos niveles de subempleo de la mano de obra menos calificada. Lo señalado ilustra el gran reto educativo que enfrenta la economía mexicana para que los beneficios de la expansión reciente se extiendan a toda la sociedad. En la coyuntura descrita, destaca también la importancia de vigilar la posible aparición de presiones inflacionarias provenientes de aquellos segmentos del mercado laboral que están registrando escasez de mano de obra calificada.

II.2.3 Oferta y Demanda Agregadas

La información sobre la evolución de los componentes de la oferta y demanda agregadas para el cuarto trimestre de 1999,

publicada recientemente por el INEGI, confirma que en ese periodo se consolidaron las tendencias a la expansión observadas a lo largo del año pasado.

Destacan los crecimientos anuales registrados en el cuarto trimestre del año precedente por el consumo y la inversión del sector privado. Por otra parte, el incremento de las exportaciones se redujo ligeramente. La más rápida tasa de expansión anual del PIB en el cuarto trimestre de 1999 se explica principalmente por una mayor contribución de la demanda interna al crecimiento económico, mientras que la aportación de las exportaciones permaneció relativamente constante. En cuanto a las importaciones de bienes y servicios su tasa de crecimiento anual aumentó en igual periodo. La conjugación de dichos factores dio lugar a una ampliación del déficit de la cuenta corriente durante el cuarto trimestre de 1999.

Cuadro 5

Demanda y Oferta Agregadas en 1999

Variación real anual en por ciento

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

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI

A la fecha, la información disponible sugiere que la expansión de la demanda y oferta agregadas se aceleró durante el primer trimestre de 2000.

En lo que respecta a la oferta interna, en el mes de enero el índice de volumen de la producción industrial creció a una tasa anual de 8.16 por ciento, la más alta registrada desde marzo de 1998 y 1.9 puntos porcentuales superior a la esperada por el mercado. Lo anterior se sustentó en la elevación de los niveles de producción en los cuatro sectores que integran la actividad industrial. Así, la producción manufacturera creció 8.9 por ciento, mientras que la

construcción, la electricidad y la minería lo hicieron en 8, 5.7 y 0.5 por ciento con relación a sus niveles de enero de 1999. Con base en información preliminar se anticipa que durante el primer trimestre del presente año, el PIB haya crecido a una tasa anual que probablemente se sitúe por encima de 6 por ciento. De continuar la tendencia observada durante los primeros tres meses del año, el crecimiento de PIB en 2000 podría ser mayor que el pronóstico original de 4.5 por ciento.

En cuanto a la evolución de los componentes internos de la demanda agregada, existe evidencia de que durante enero y febrero el consumo creció a tasas anuales similares o superiores a las observadas al cierre de 1999 (Gráfica 11). Si bien todavía no se cuenta con información definitiva de la expansión del consumo, las estadísticas de ventas de establecimientos comerciales que reportan por separado la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD) y el INEGI, así como las de consumo de ciertos bienes que recaba el Banco de México, apuntan en la misma dirección. Las ventas a tiendas totales⁶ reportadas por la ANTAD crecieron en enero y febrero a tasas reales anuales de 7.7 y 11.8 por ciento. El dinamismo de las ventas de los socios de la ANTAD fue generalizado para los tres tipos de tiendas: departamentales, autoservicios y especializadas.

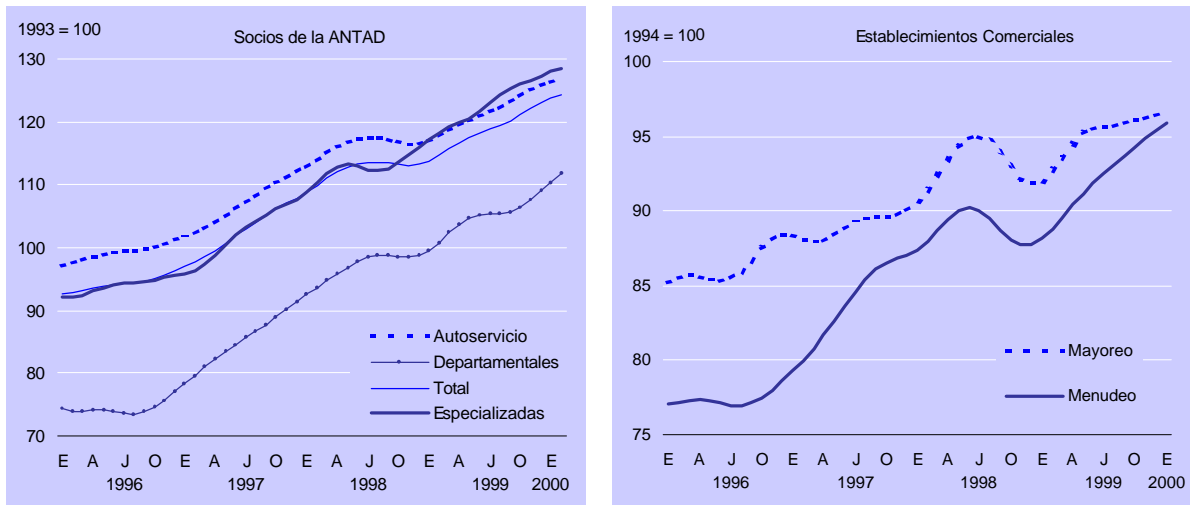
Asimismo, en enero las ventas al menudeo y al mayoreo de los establecimientos comerciales reportadas por el INEGI se incrementaron respectivamente a tasas anuales de 11.2 y 6.1 por ciento. Por su parte, las ventas internas de algunos bienes durables y no durables, conforme a los datos que recaba el Banco de México, también crecieron a tasas elevadas. Destacan entre éstas las de automóviles, las cuales registraron en el bimestre enero-febrero una tasa de expansión anual de 54.7 por ciento. Otros renglones del consumo que exhibieron altas tasas de crecimiento anual en el bimestre son: alimentos, bebidas y tabaco; salud y servicios de esparcimiento; y bienes y servicios de comunicación (Gráfica 12).

En los meses de enero y febrero las importaciones de bienes de consumo aumentaron a una tasa promedio superior al 50 por ciento, comportamiento que confirma la hipótesis de que el dinamismo del consumo se ha mantenido. Sin embargo, al analizar

⁶ Comprenden a las ventas medidas en términos reales, incluyendo las correspondientes a los nuevos establecimientos, que son efectuadas por las cadenas de autoservicio, departamentales y especializadas que integran esta Asociación. Actualmente en la ANTAD participan 103 socios que cuentan con 4,864 tiendas.

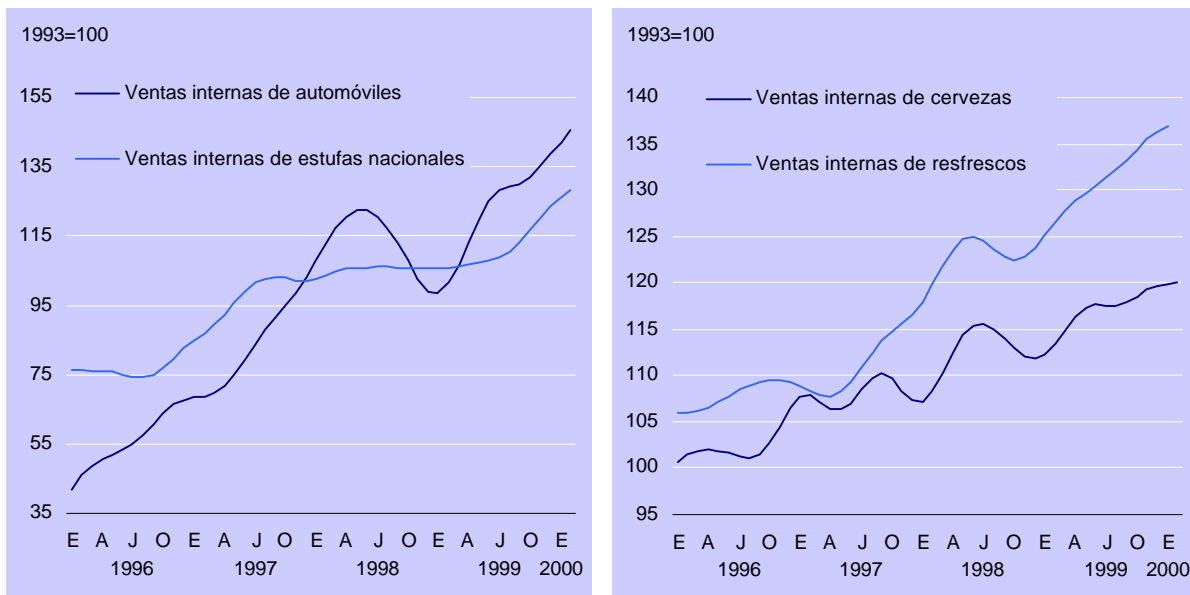
estas tasas de crecimiento, hay que tomar en cuenta que se encuentran afectadas estadísticamente por los bajos niveles de consumo registrados en el primer trimestre de 1999.

Gráfica 11 **Indices de Ventas del Sector Comercio**
Series de Tendencia



FUENTE: Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales e INEGI para los datos de establecimientos comerciales.

Gráfica 12 **Índices de Ventas de algunos Bienes Duraderos y No Duraderos**
Series de Tendencia



Un comportamiento similar al descrito se observa en los indicadores del gasto de inversión. Estos señalan que en enero la inversión fija bruta creció a una tasa anual de 15.9 por ciento y que las ventas de algunos bienes de inversión mantuvieron su dinamismo.

Entre los factores que han contribuido a la expansión de la demanda interna, particularmente del gasto de consumo privado, destacan los siguientes: el crecimiento de la masa salarial, de las remuneraciones medias, del empleo y una recuperación incipiente del crédito al consumo, tanto de la banca como de fuentes alternativas. Con relación a estos últimos factores, la tasa real anual de crecimiento en febrero de 2000 del crédito bancario al consumo fue de 3.2 por ciento, cifra que contrasta con la disminución de 17 por ciento registrada en febrero de 1999. Finalmente, durante el primer bimestre la demanda externa también se aceleró ya que las exportaciones manufactureras aumentaron a una tasa anual de 26.7 por ciento.

Cuando el crecimiento de la demanda agregada presiona el aumento de la oferta, pueden surgir efectos inflacionarios. Generalmente, el aumento de la demanda por bienes no comerciables se refleja en incrementos de sus precios, mientras que una mayor demanda de bienes comerciables se traduce en una ampliación del déficit comercial con el exterior y en presiones sobre el tipo de cambio, las cuales dificultan el combate a la inflación.

En el trimestre reportado, el incremento en los precios de los bienes no comerciables resultó superior al de los precios de los bienes comerciables. Entre las causas a las que esto puede atribuirse destacan: el rezago que ha mostrado la corrección a la baja de las expectativas de inflación implícitas en todo tipo de contratos y, probablemente, el impacto del fortalecimiento de la demanda agregada. Hasta el momento, las presiones de demanda agregada no parecen haber generado efectos alcistas importantes e incompatibles con el objetivo de inflación sobre las revisiones salariales y los precios de los bienes no comerciables. Sin embargo, la escasez de mano de obra calificada que se constata en algunas regiones del país, podría representar un primer síntoma de los efectos inflacionarios asociados a un rápido crecimiento de la demanda agregada.

En segundo lugar, como se mencionó anteriormente, dado el grado de apertura comercial de la economía mexicana, un exceso de demanda agregada se manifestaría en una ampliación del déficit de la balanza comercial. Eventualmente, este fenómeno podría aumentar

la dependencia de la economía respecto de la entrada de capitales de corto plazo. En tales circunstancias, la vulnerabilidad de la economía a movimientos cambiarios bruscos aumentaría y se pondría en riesgo la sostenibilidad del proceso de desinflación.

A fin de evaluar las presiones que se puedan estar generando por esta segunda vía conviene analizar la evolución reciente de la balanza comercial. La expansión de la demanda interna en el primer bimestre del año se tradujo en un elevado crecimiento de las importaciones de mercancías. En ese lapso las adquisiciones totales en el exterior registraron un incremento anual de 31.7 por ciento y las tasas en esos dos meses fueron las más altas observadas desde abril de 1998. En dicho bimestre las importaciones de mercancías no asociadas a exportaciones (se excluyen las importaciones temporales de insumos que se incorporan en las exportaciones) se incrementaron 29.6 por ciento y, como se mencionó, las de consumo lo hicieron a una tasa superior a 50 por ciento.

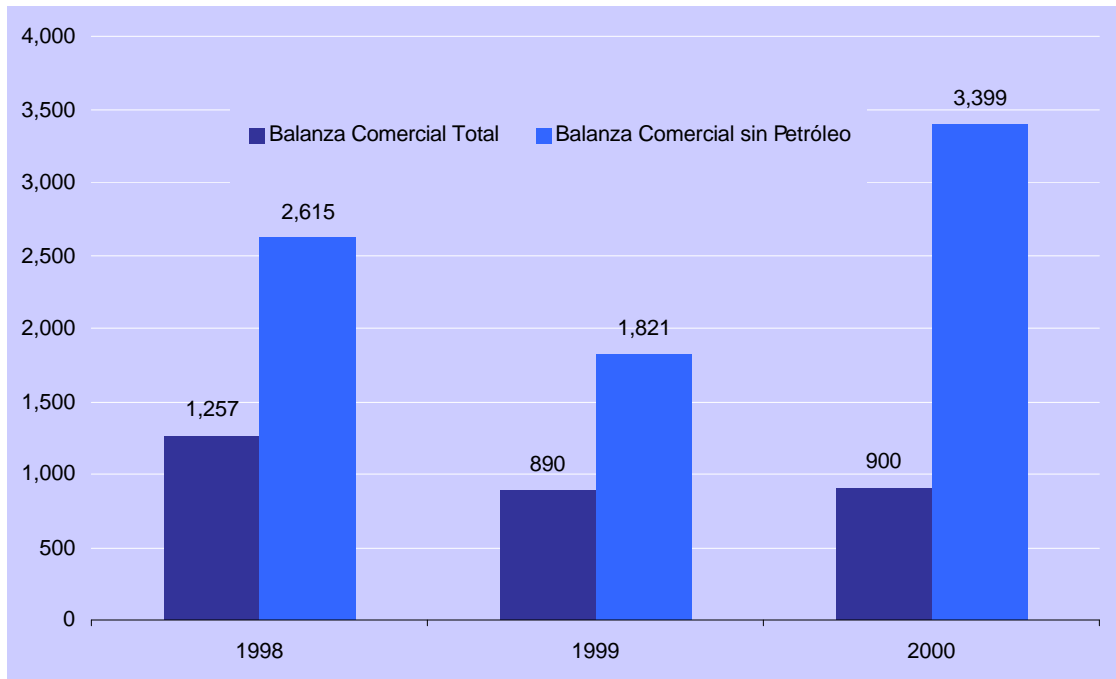
No obstante lo anterior, en el primer bimestre del año el déficit comercial mensual se redujo con relación a su nivel promedio del último trimestre del año pasado. Tal situación se mantiene aún si se excluye del saldo comercial a la exportación petrolera y al sector maquilador. La reducción del déficit comercial, a pesar del dinamismo de la demanda interna, es atribuible a tres factores: primero, a la estacionalidad del saldo comercial ya que normalmente éste se reduce en el primer bimestre del año; segundo, a una importante expansión de los distintos renglones de exportaciones (especialmente de las manufactureras de los sectores maquilador y no maquilador); y tercero, a un significativo aumento del PIB.

Al estudiar los movimientos de más largo plazo del déficit se aprecia que su nivel acumulado en enero y febrero de 2000, es ligeramente superior al observado en el mismo periodo del año anterior. Este resultado se explica por el importante aumento de las exportaciones petroleras. Así, en caso de excluir dichas exportaciones, el déficit comercial en el primer bimestre del año creció 87 por ciento con respecto al observado en el mismo periodo de 1999. Por tanto, en el trimestre que cubre este reporte, las presiones de la demanda agregada sobre el déficit comercial se han visto compensadas por ingresos petroleros más cuantiosos y por el dinamismo de las exportaciones, el cual está asociado al robusto crecimiento de la economía de los Estados Unidos.

Gráfica 13

Déficit de la Balanza Comercial, Total y sin Petróleo, durante el periodo Enero-Febrero

Millones de Dólares



En suma, la evolución reciente de la demanda agregada y de las cuentas externas no parece haber generado en el trimestre presiones inflacionarias incompatibles con el objetivo de inflación anual. Sin embargo, la ampliación del déficit comercial no petrolero y el rápido crecimiento del consumo deben vigilarse. Ello en virtud de que dichos fenómenos podrían aumentar la vulnerabilidad de la economía y del proceso de reducción de la inflación ante movimientos bruscos del precio del petróleo y una eventual desaceleración de la economía de los Estados Unidos.

II.2.4. Precios Administrados y Concertados

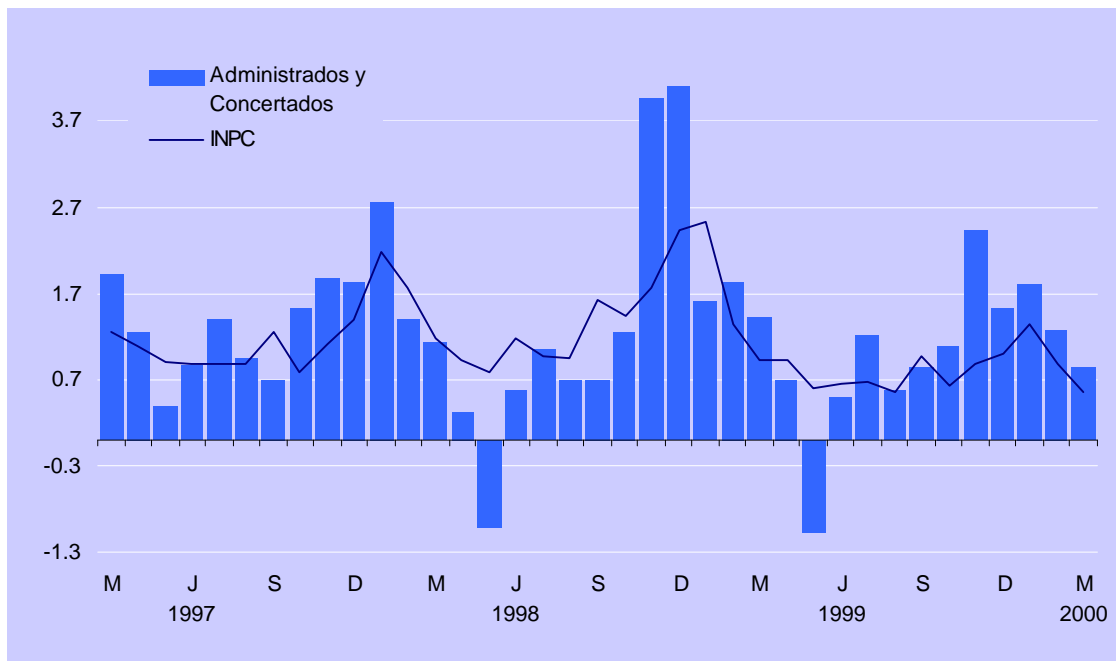
El comportamiento de los precios de los bienes administrados y concertados tiene una incidencia importante sobre la evolución de la inflación. Dichos precios afectan a la inflación de manera directa y también indirectamente a través de la revisión de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

Durante el trimestre reportado, el índice de precios de los bienes administrados y concertados hizo una contribución

significativa a la inflación del periodo. La variación mensual de este índice de precios en enero, febrero y marzo fue respectivamente de 1.80, 1.27 y 0.84 por ciento, superiores a las variaciones correspondientes del INPC (Gráfica 14). Lo anterior se explica por los aumentos de los precios del gas doméstico y de los servicios de taxi y de autobús urbano, los cuales crecieron durante el periodo a tasas acumuladas respectivas de 7.36, 12.65 y 7.19 por ciento.

A pesar de que durante los tres primeros meses del año los precios de los bienes administrados y concertados se elevaron por encima del incremento del INPC, el comportamiento de los mismos ha sido, en general, congruente con los programas anunciados por el Gobierno Federal y, por tanto, con la meta de alcanzar una inflación anual no superior al 10 por ciento.

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



II.2.5. Finanzas Públicas

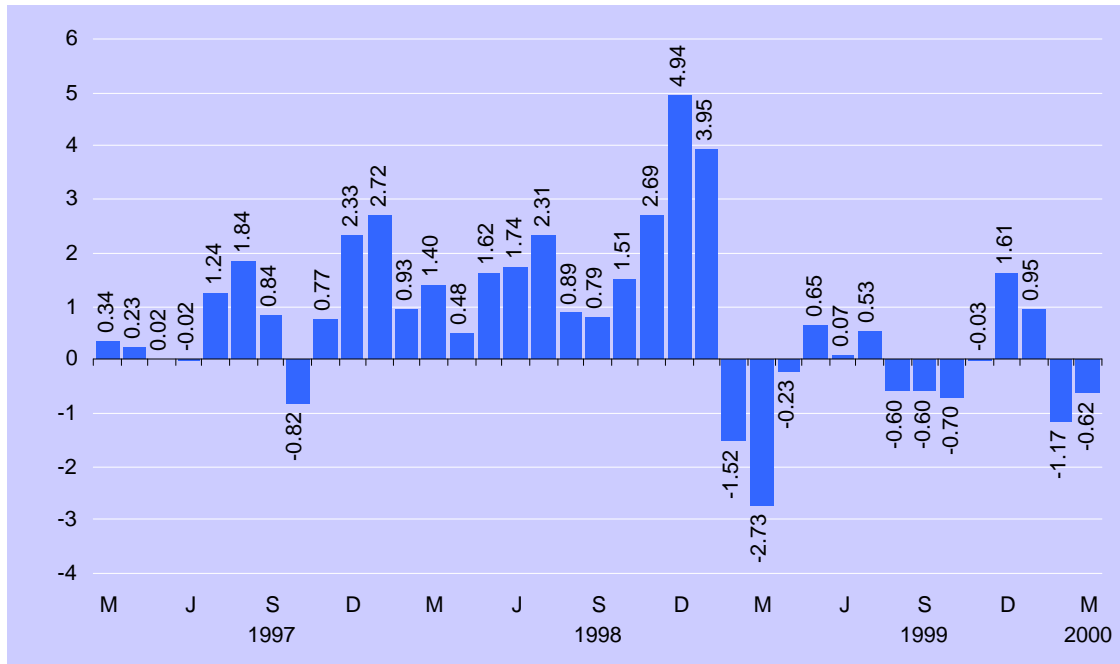
Las finanzas públicas se han comportado acorde con su programa. En 1999, el balance público registró un déficit de 1.14 por ciento del PIB, inferior en 0.11 puntos porcentuales al programado para el año. En consecuencia, la sana postura fiscal ha

seguido contribuyendo de manera fundamental a la consolidación de un entorno propicio para el descenso de la inflación.

II.2.6. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación

Durante el trimestre analizado un elemento que coadyuvó a moderar la inflación fue la evolución de los precios de los productos agropecuarios. Así, el crecimiento mensual de éste subíndice de precios en enero, febrero y marzo fue respectivamente de 0.95, -1.17, y -0.62 por ciento (Gráfica 15). Destaca la disminución de los precios de las frutas y verduras acumulada en el trimestre la cual alcanzó 5.89 por ciento. Por tanto, al igual que en 1999 la favorable trayectoria mostrada por los precios de los productos agropecuarios durante el pasado trimestre, compensó el fuerte incremento que se dio durante 1998. En contraste con lo anterior, los incrementos en el trimestre de los precios de la vivienda (3 por ciento), servicio doméstico (8.44 por ciento), cerveza (12.98 por ciento) y tortilla de maíz (7.23 por ciento) hicieron una contribución significativa a la inflación del periodo.

Gráfica 15 Índice de Precios de Bienes Agropecuarios
Variación mensual en por ciento



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

La evolución de la inflación en enero-marzo resultó congruente con la trayectoria necesaria para alcanzar el objetivo de una tasa anual que no exceda de 10 por ciento.

La inflación anual subyacente también presentó durante el periodo un marcado descenso. Sin embargo, ésta fue superior a la inflación del INPC, diferencia que se viene observando desde marzo de 1999. Ello es indicativo de que si bien la tendencia inflacionaria de largo plazo se encuentra en una clara trayectoria descendente, una fracción del descenso de la inflación en el periodo que cubre este reporte estuvo asociada a fenómenos que podrían no repetirse.

En las secciones anteriores se señala que los precios de las mercancías continúan con el liderazgo en el abatimiento de la inflación. El principal factor que sigue contribuyendo al descenso de la inflación de este índice es la estabilidad del tipo de cambio. Por otra parte, el incremento de los precios de los servicios, los cuales se determinan en lo fundamental por las expectativas de inflación y por los costos laborales, ha seguido con un rezago a los precios de las mercancías. No obstante lo anterior, éstos consolidaron su tendencia a la desinflación. Dicho rezago se debe a que los contratos negociados el año pasado con base en expectativas de inflación pesimistas siguen afectando los resultados de la inflación anual en el sector servicios. Sin embargo, ya hay indicios de que incrementos salariales contractuales más moderados durante los primeros meses del año han afectado positivamente los precios de esos bienes.

Las remuneraciones en el sector manufacturero crecieron en enero a tasas anuales elevadas. Sin embargo, el comportamiento de las revisiones salariales contractuales durante los primeros meses de 2000 indica que éstas ya han incorporado, en mayor medida que en el pasado reciente, las expectativas oficiales de inflación y el crecimiento previsible de la productividad de la mano de obra. Por tanto, dicha tendencia sugiere que el descenso de la inflación del índice de precios de los servicios probablemente se mantenga en lo que resta del año.

Aunque a la fecha no se ha detectado que la evolución de la demanda agregada haya generado presiones inflacionarias incompatibles con la meta de inflación, la escasez de mano de obra calificada en ciertas zonas del país indica que dichas presiones podrían materializarse en el futuro. Además, de continuar el

acelerado crecimiento tanto del gasto de consumo como de inversión del sector privado, se podría ir abriendo un flanco de vulnerabilidad ante cualquiera de las tres posibilidades siguientes o una combinación de ellas: una caída del precio del petróleo, una desaceleración de la economía de los Estados Unidos o una perturbación de la oferta de financiamiento externo. Todo lo anterior probablemente afectaría la evolución del tipo de cambio del peso y la inflación en el futuro.

III. Política Monetaria

En virtud del esquema de flotación cambiaria y de libre determinación de las tasas de interés en vigor en México, las acciones de la política monetaria interactúan con las decisiones de los participantes en los mercados financieros para determinar las condiciones monetarias prevalecientes. Por tanto, la instrumentación de la política monetaria requiere de un análisis muy cuidadoso de las presiones inflacionarias. Ello, con el fin de adoptar la postura adecuada de política para alcanzar los objetivos de inflación de corto y mediano plazo. Durante el trimestre que cubre el presente reporte, este análisis se concentró en el seguimiento de las revisiones contractuales (salarios, créditos, etc.) que influyeron de manera significativa sobre la evolución de la inflación y sobre sus expectativas. Además, también fue de crucial importancia evaluar si la caída de las tasas de interés, nominales y reales, que se presentó durante el periodo resultó de condiciones monetarias más laxas. A continuación se abordan estos dos temas y se examina la evolución de la base monetaria y de otros agregados que pueden ser usados como referencia general en la evaluación de la política monetaria.

III.1. Acciones de política monetaria

El 18 de enero de 2000 se reforzó la postura restrictiva de la política monetaria al ampliarse el “corto” de -160 a -180 millones de pesos, nivel en el que se le mantuvo durante el resto del trimestre. Esa decisión de aumentar la restricción monetaria respondió a un doble propósito: a) generar condiciones en los mercados financieros, laborales y de bienes y servicios conducentes a una inflación en el año 2000 que no exceda de 10 por ciento; y b) reforzar la tendencia descendente de la inflación para lograr que ésta converja en definitiva con la inflación externa en el año 2003.

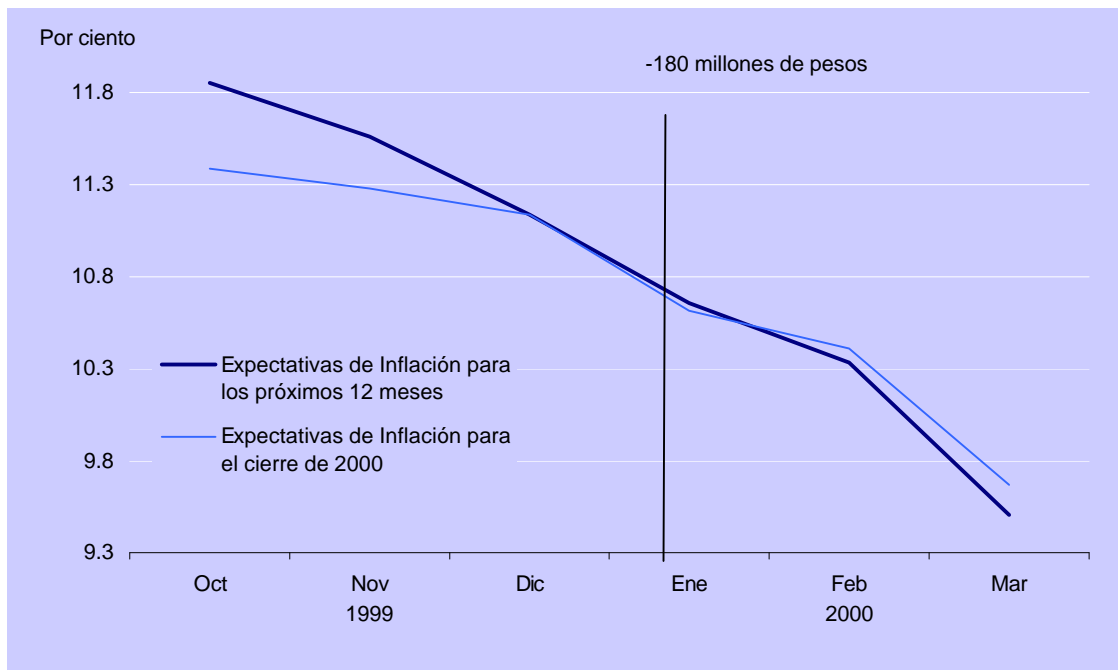
La ampliación del “corto” se decidió con base en un criterio preventivo al tener lugar durante las primeras semanas del año eventos que podrían haber conducido a presiones inflacionarias incompatibles con las metas. Los principales motivos sobre los cuales se sustentó esta decisión fueron los siguientes:

- (a) el significativo descenso de la inflación durante el año pasado y los primeros meses del presente no sólo se debe a

la aplicación de una política monetaria restrictiva, sino también a factores que podrían resultar no recurrentes;

- (b) aunque a finales de 1999 y principios de 2000 las expectativas de inflación del público para el presente año estaban convergiendo con la meta oficial, aún se mantenían por encima de ésta. Toda vez que una fracción importante de las negociaciones salariales contractuales se lleva a cabo en los primeros meses del año resultaba de suma importancia reafirmar el compromiso de la autoridad monetaria con la estabilidad de precios; y
- (c) en los primeros días de enero se dieron a conocer diversos aumentos de precios cuyas variaciones relativas eran incompatibles con el objetivo de inflación para el año. Eventualmente, estos ajustes hubieran podido afectar la determinación de otros precios, así como las expectativas de inflación.

Gráfica 16 Expectativas de Inflación y Objetivo de Saldos Acumulados



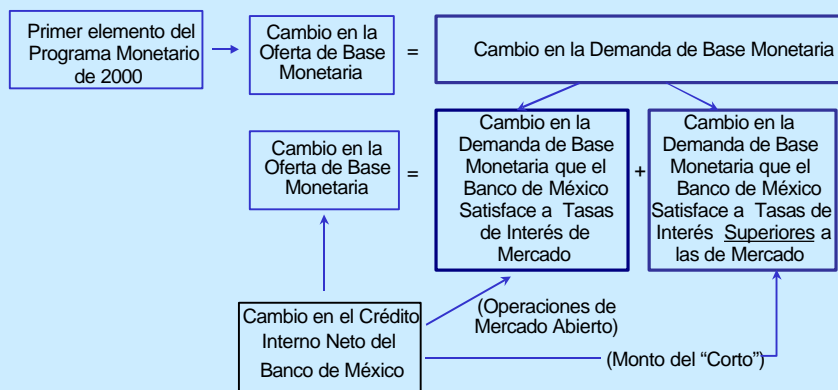
FUENTE: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

Operación del Régimen de Saldos Acumulados ("Corto" y "Largo")

La mayoría de los bancos centrales del mundo conduce la política monetaria afectando las condiciones bajo las cuales satisface las necesidades de liquidez del mercado de dinero. Dichas condiciones dependen tanto de los términos en los que el banco central realiza sus operaciones de mercado abierto (tasa de interés, plazo, etc.), como de las características con las que se manejan las cuentas corrientes que mantiene la banca en el banco central (capacidad de sobregiro, tasas de interés de penalización o remuneración, etc.). A este respecto, el Banco de México permite a las instituciones de crédito, al cierre de las operaciones del día, registrar saldos negativos (sobregiros¹) en sus cuentas corrientes, siempre y cuando al término de un periodo de 28 días, dichos sobregiros sean compensados. Es decir, la finalidad es que las instituciones de crédito mantengan, al cierre del periodo de medición señalado, un saldo acumulado mayor o igual que cero.

Con fundamento en lo anterior, al final de cada periodo de medición, el Banco de México suma para cada banco los saldos positivos diarios mantenidos en su cuenta corriente y le resta el total de los sobregiros incurridos. Si el cálculo anterior arroja un sobregiro neto para una institución de crédito, el Banco de México le cobra sobre dicho monto una tasa de interés equivalente a dos veces la tasa de Cetes a 28 días prevaleciente en el mercado. Por otra parte, si un banco registra saldos positivos acumulados en el periodo de medición, éste incurre en el costo de oportunidad de haber mantenido recursos ociosos en el Banco de México, ya que el Instituto Central no remunera dichos saldos. Por ello, conviene a las instituciones de crédito mantener un saldo acumulado igual a cero en sus cuentas corrientes.

De acuerdo con el primer elemento fundamental de su programa monetario, el Banco de México se compromete, como norma general, a ajustar diariamente la oferta de dinero primario de forma tal que ésta corresponda en todo momento a su demanda. Así, cuando el Banco de México decide mantener un objetivo de saldos acumulados igual a cero, el Instituto Central no induce, a través de sus operaciones de mercado abierto, sobregiros ni saldos positivos en las cuentas corrientes que le lleva a la banca, por lo que la totalidad de la demanda de base monetaria es satisfecha a tasas de interés de mercado. Este caso es el que corresponde a una postura de política monetaria neutral.



Cuando el Banco de México desea restringir su postura de política monetaria, éste establece un objetivo de saldos acumulados negativo o "corto". Lo anterior conlleva a que una pequeña porción de la demanda de base monetaria la satisfaga el Banco de México a través de la inducción de un sobregiro de la banca en su cuenta corriente en el Instituto Central. Cabe subrayar que en ningún momento, por vía del "corto", el Banco de México retira liquidez del mercado de dinero. Debido a que al final del periodo de medición el sobregiro señalado tendrá un costo de dos veces la tasa de Cetes a 28 días, el establecimiento de un "corto" repercute de manera inmediata sobre las tasas de interés de corto plazo. De manera análoga, un objetivo de saldos acumulados positivo o "largo" implicaría un relajamiento de la postura de política monetaria, debido a que en sus operaciones de mercado abierto, el Banco de México proporcionaría un monto de liquidez mayor que el demandado. En la práctica esto se traduciría en menores tasas de interés de corto plazo y en saldos positivos en las cuentas corrientes de la banca en el Banco Central.

Cabe destacar, que si bien un objetivo de saldos acumulados negativo ("corto") influye sobre las condiciones bajo las cuales se otorga la liquidez al mercado de dinero, ya que una pequeña parte de la demanda de base monetaria se satisface a tasas de interés superiores a las de mercado, el Banco de México siempre suministra la totalidad de la liquidez requerida para que la demanda de base monetaria quede satisfecha. No hacerlo tendría graves consecuencias para el sistema de pagos.

En suma, es incorrecto señalar que mediante el uso del "corto" el Banco de México puede lograr la reducción de la demanda de base monetaria en el corto plazo. No obstante, al encarecerse el suministro de base monetaria se propicia que dicha demanda eventualmente se contraiga.

¹ Siempre y cuando no excedan ciertos límites. Al respecto, ver Anexo 4 del Informe Anual 1996.

A partir de la comentada ampliación del "corto" las expectativas de inflación del público⁷ acerca de la tasa de inflación para 2000 se han reducido de 11.14 por ciento en diciembre 1999 a 9.67 por ciento en marzo. Como puede observarse en la Gráfica 16, la inflación esperada tanto para el año 2000 como para los doce meses siguientes, ha presentado una tendencia decreciente que se acentuó en enero después del incremento del "corto". Lo anterior sugiere que las acciones de política monetaria han en efecto influido en un cambio significativo de las expectativas de inflación.

Durante el primer trimestre, las tasas de interés en moneda nacional, tanto nominales como reales, se redujeron considerablemente. Este hecho requiere un análisis cuidadoso para determinar si dichos movimientos han debilitado la postura restrictiva de la política monetaria.

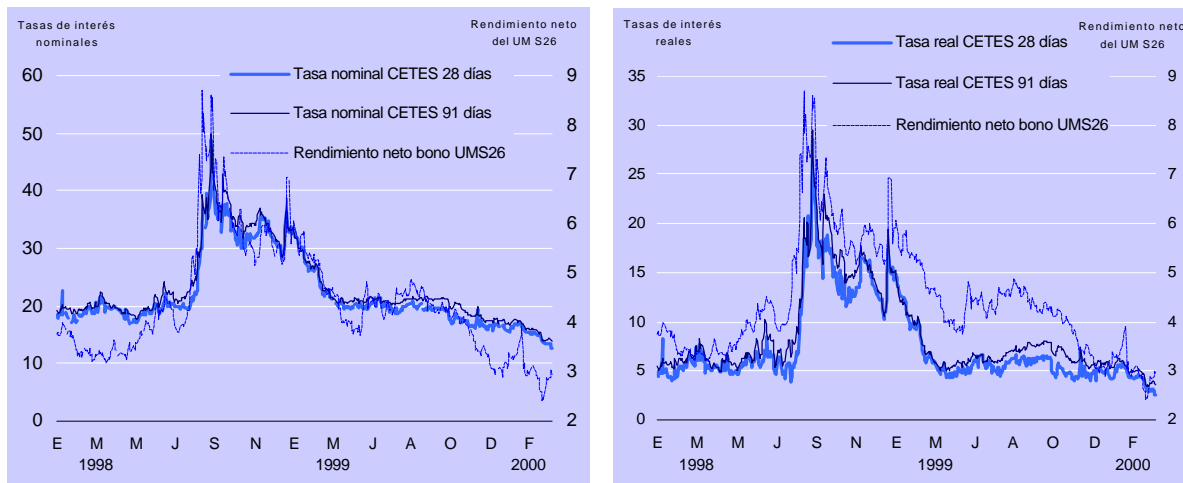
Como se aprecia en la Gráfica 17, las tasas de interés nominales y reales en México guardan una relación muy estrecha con el riesgo país, medido como la diferencia entre el rendimiento de un bono externo del gobierno mexicano (UMS26) y el rendimiento de los bonos del tesoro estadounidense con un vencimiento similar. Durante el período en cuestión, las tasas de interés internas disminuyeron pero en correspondencia con una mejoría en la comentada percepción de riesgo país. En enero-marzo el promedio del diferencial entre el rendimiento del UMS26 y el de los bonos del Tesoro estadounidense se redujo en 54 puntos base con respecto al del trimestre anterior. Asimismo, las expectativas de inflación promedio para los próximos doce meses cayeron en 143 puntos base, mientras que las tasas nominales de Cetes a 28 días bajaron 190 puntos base.

De haberse observado una reducción de las tasas de interés internas sin que ésta viniera acompañada de un cambio en el riesgo país y de las expectativas de inflación se habría debilitado la efectividad de la postura restrictiva del Banco de México. En ese caso, la baja de las tasas de interés internas hubiera inducido una depreciación del tipo de cambio, ya que en situaciones semejantes el público intentaría sustituir los activos cuya rentabilidad ajustada por riesgo ha disminuido por otros en los que ésta hubiera permanecido constante. Sin embargo, en el trimestre estudiado se observó que el tipo de cambio se apreció o se mantuvo estable, a la vez que las tasas

⁷ De acuerdo con la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado levantada por Banco de México.

de interés internas se reducían. Lo anterior refuerza la tesis de que la postura de política monetaria no se ha debilitado.

Gráfica 17 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales y Riesgo País
Por ciento anual



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

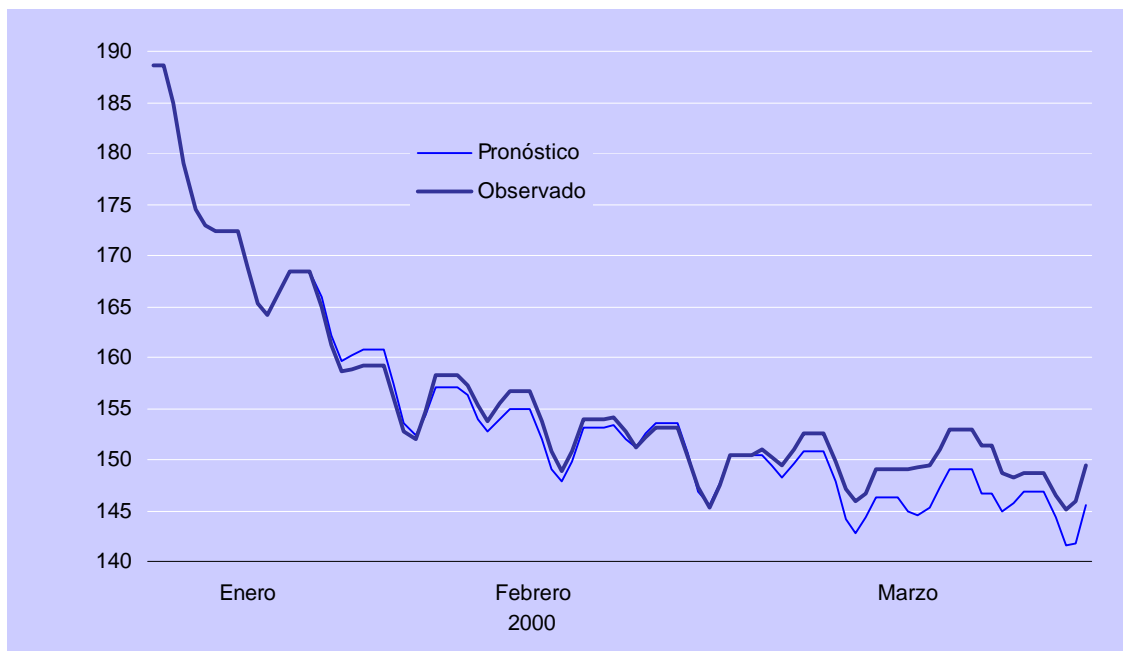
Dada la evolución de las variables anteriormente mencionadas, puede concluirse que la intensificación de la política monetaria restrictiva del Banco de México constituyó una reacción preventiva adecuada. Dicha reacción se ha reflejado claramente en una reducción de la inflación esperada para el año y ha reforzado la tendencia decreciente de la inflación.

III.2. Evolución de los agregados monetarios

Como se mencionó en el Programa de Política Monetaria para 2000, en la medida en que la inflación disminuye la relación entre el crecimiento de los agregados monetarios y los precios se vuelve más incierta. Por este motivo, se ha reducido la utilidad de la trayectoria de la base monetaria como indicador confiable de las presiones inflacionarias. Con todo, en el Programa Monetario para el año 2000 la Junta de Gobierno del Banco de México decidió publicar nuevamente una proyección de la trayectoria diaria de la base monetaria durante el año, congruente con los siguientes supuestos: una tasa de crecimiento anual del PIB de 4.5 por ciento; una inflación anual no mayor de 10 por ciento; y una remonetización de 4.9 por ciento. Dicha trayectoria se usa como referencia y complementa el examen del resto de las variables que influyen sobre la inflación.

En el primer trimestre de 2000, la base monetaria se contrajo 35,723 millones de pesos. Durante los primeros meses del año el público reduce la tenencia de billetes y monedas que acumuló hacia finales del año anterior⁸. Al comparar la trayectoria de la base monetaria con el pronóstico publicado en el Programa Monetario para 2000 (Gráfica 18), se observa que durante los meses de enero y febrero las diferencias entre lo observado y lo programado fueron pequeñas. Sin embargo, en marzo se presentó una desviación más amplia, la cual alcanzó a finales del mes un nivel de 2.9 por ciento.

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



La desviación anterior prácticamente coincide con el límite superior del intervalo de confianza anunciado para el pronóstico de la base monetaria a fin de año (+/- 3.07 por ciento). Por tanto, la diferencia observada a marzo puede atribuirse al error intrínseco en todo modelo econométrico. Por ello, y en atención a la escasa información disponible, resulta prematuro ofrecer una explicación definitiva. No obstante lo anterior, la desviación de la base monetaria podría deberse, entre otras, a las siguientes razones:

⁸ Además de factores estacionales, la magnitud de la contracción refleja el regreso de aproximadamente 18,000 millones de pesos, monto estimado de la demanda extraordinaria de liquidez en diciembre de 1999 causada por la incertidumbre relacionada con el problema informático del cambio de milenio.

- (a) una expansión de la economía más rápida que la prevista induce una demanda de billetes y monedas para realizar transacciones mayor que la proyectada. Los datos más recientes sobre la evolución de la actividad económica indican un crecimiento del PIB superior al anticipado; y
- (b) la reducción de las expectativas de inflación ha dado lugar a tasas de interés nominales menores que las anticipadas lo que también propicia una mayor demanda de billetes y monedas, al disminuirse el costo de oportunidad de mantener dichos saldos.

En el periodo a que se refiere el presente informe, se cumplió con el límite trimestral para la variación del crédito interno neto y con el compromiso de no desacumular activos internacionales netos. Así, mientras la variación del crédito interno neto fue de – 82,628 millones de pesos, cifra inferior al límite de –40,157 millones⁹, la acumulación de activos internacionales netos llegó a 4,971 millones de dólares.

En la actualidad existen dos mecanismos por cuyo conducto el Banco de México puede acumular activos internacionales netos, a saber: a) la subasta de opciones de venta de dólares de la banca al Banco Central, esquema por el cual actualmente el Banco de México está dispuesto a comprar hasta 250 millones de dólares al mes; y b) la compra de divisas al Gobierno Federal y a Pemex, obtenidas de las colocaciones de títulos en los mercados internacionales y de la exportación de crudo. Estas operaciones no se llevan a cabo a través del mercado cambiario, aunque se realizan a precios de mercado. Es importante señalar que el Banco de México esteriliza completamente el impacto monetario de sus compras de divisas.

De la acumulación en el primer trimestre del año de 4,971 millones de dólares de activos internacionales netos, 742 millones fueron el resultado de las compras de dólares por el mecanismo de opciones y 3,853 millones se derivaron de las operaciones cambiarias realizadas con el Gobierno Federal y con Pemex.

De la evolución de otros agregados monetarios se desprende que el crecimiento de éstos ha disminuido en relación con el observado en diciembre de 1999. Así, durante enero y febrero el

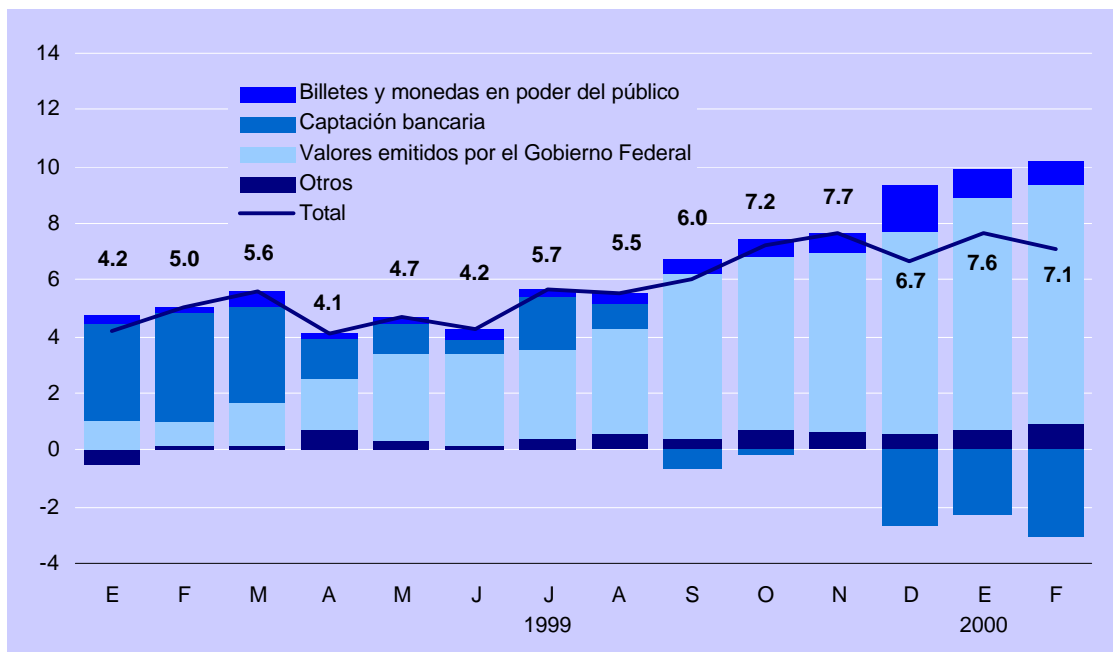
⁹ El límite negativo se refiere a que el crédito interno neto caerá por lo menos en el monto señalado.

agregado monetario M1a¹⁰ registró un incremento real anual respectivo de 10.9 y 9.6 por ciento. En parte estas elevadas tasas de crecimiento se deben a que en los mismos meses de 1999 el saldo de dicho agregado mostraba niveles relativamente bajos, producto de las altas tasas de interés entonces prevalecientes y de una marcada incertidumbre económica. Sin embargo, el comportamiento de ese agregado en el primer bimestre de 2000 también refleja el proceso de remonetización que se ha intensificado a partir del segundo semestre de 1999. Con todo, las tasas de crecimiento real reportadas son más bajas que la observada a fines de diciembre del año pasado (12.4 por ciento). Esto último se explica por la corrección que experimentó la demanda de medios de pago una vez disipada la incertidumbre asociada al problema informático del cambio de milenio.

Gráfica 19

Contribución al crecimiento de M4a

Variación real anual en por ciento



Por su parte, en los pasados meses de enero y febrero el agregado monetario M4a creció a tasas reales anuales de 7.6 y 7.1 por ciento respectivamente. Esto es atribuible, en lo fundamental, al crecimiento del saldo de los valores gubernamentales y a la contracción de la captación bancaria (Gráfica 19).

¹⁰ El agregado monetario M1a incluye el medio circulante tanto en poder del sector privado (M1) como del sector público. Los agregados monetarios M1a y M4a se publican con mayor oportunidad que M1, M2, M3 y M4 (los cuales excluyen el ahorro financiero del sector público).

La expansión real en los primeros meses de 2000 tanto de M1a como de M4a, medida a tasa anual, resultó congruente con el crecimiento de la actividad económica, con las expectativas de una inflación menor y niveles más bajos de las tasas de interés. Al respecto cabe mencionar que continúa la contracción de la intermediación financiera que realiza la banca. Lo señalado se refleja en una más reducida captación de recursos del público y en una caída del saldo real del financiamiento que otorga, el cual, de acuerdo con cifras oportunas disponibles a febrero, disminuyó 10.9 por ciento.

IV. Perspectivas

Debido a que las acciones de política monetaria afectan la evolución de la inflación con un rezago considerable, las decisiones de la autoridad monetaria deben sustentarse en un análisis muy cuidadoso del comportamiento esperado del crecimiento de los precios. Por este motivo, en esta sección se analizan las proyecciones del sector privado con respecto a la evolución de los principales determinantes de la inflación. Asimismo, se presenta el seguimiento de las expectativas de inflación del sector privado. Por último, se examinan las perspectivas inflacionarias de corto y mediano plazo y los posibles riesgos que anticipa la autoridad monetaria.

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

La información sobre lo que el sector privado espera en cuanto al comportamiento futuro de las variables que influyen sobre la evolución de la inflación procede de dos fuentes: las encuestas que levanta el Banco de México y la información contenida en contratos financieros y salariales.

La mayoría de los analistas anticipa que el entorno externo seguirá siendo favorable para la economía de México. En particular se espera:

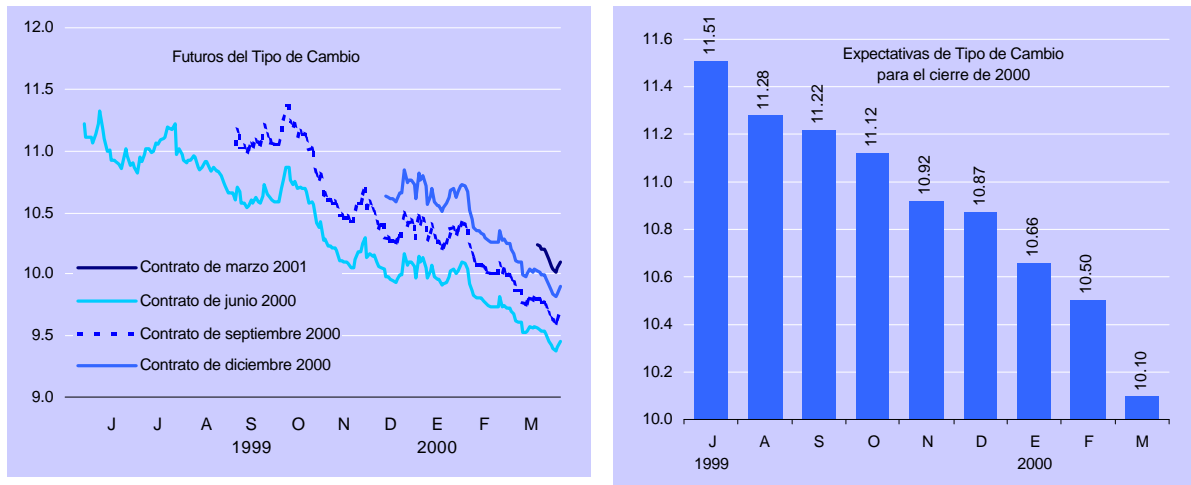
- (a) un crecimiento anual de la economía de los Estados Unidos de 3.6 por ciento en el segundo trimestre y de 4.3 por ciento para el año 2000; y
- (b) un precio promedio para la mezcla mexicana de petróleo de exportación de 21.16 dólares por barril en el segundo trimestre y de 18.25 dólares por barril para lo que resta de 2000.

Los pronósticos de tipo de cambio para el cierre de 2000, obtenidos de las encuestas, al igual que el precio de los futuros del peso disminuyeron progresivamente durante el trimestre (Gráfica 20). Esto es en gran medida reflejo de los mismos factores que explican la apreciación del tipo de cambio “spot” comentados en la sección II. Al momento de redactar este informe, el precio futuro del tipo de cambio del peso a diciembre de 2000 era de 9.91 pesos por dólar.

Por otra parte, de acuerdo con la encuesta del Banco de México levantada a final de marzo, la expectativa del sector privado para el tipo de cambio al cierre de 2000 era de 10.10 pesos por dólar. Asimismo, los niveles esperados para abril, mayo y junio resultaron respectivamente de 9.39, 9.46 y 9.56 pesos por dólar.

Gráfica 20 Futuros del Tipo de Cambio y Expectativas de Tipo de Cambio para el Cierre de 2000

Pesos por dólar



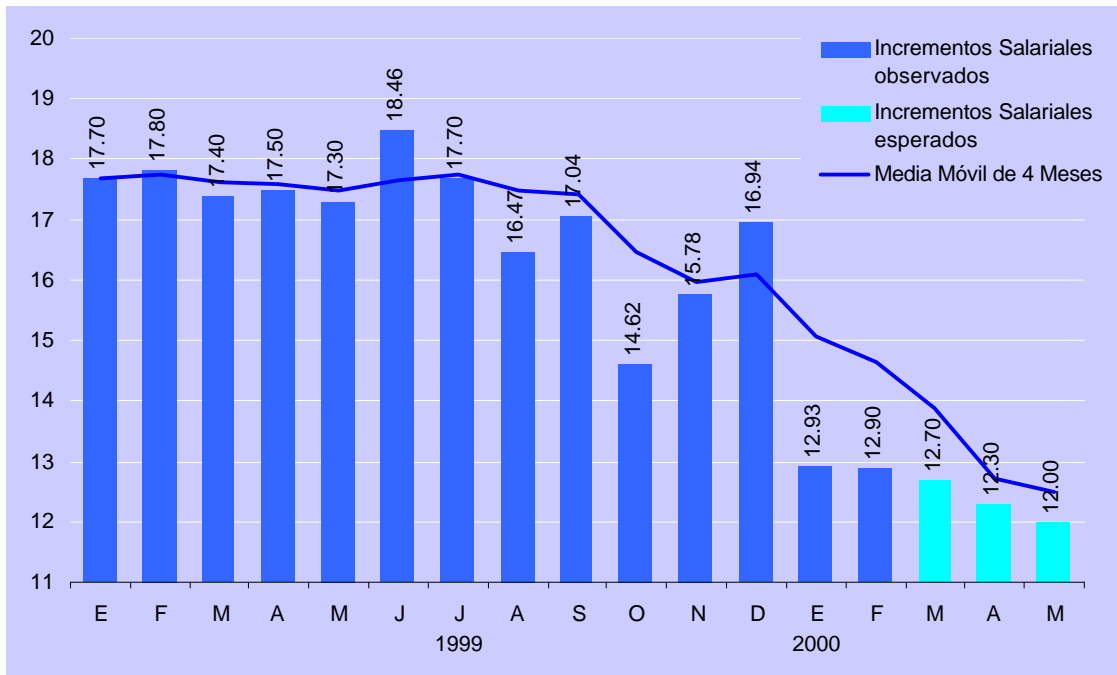
FUENTE: Bloomberg y Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

La evolución de los salarios es otro factor que influye sobre la inflación. Las revisiones salariales contractuales que se llevan a cabo en algún mes influyen sobre los costos de producción de las empresas durante los doce meses siguientes. Por tanto, los incrementos que se otorgan son un indicador de presiones futuras de costos. Al respecto, resulta de interés subrayar que la moderación de los aumentos salariales contractuales observada en el último trimestre de 1999 continuó a lo largo del primer trimestre de 2000. Ello confirma que el cumplimiento de la meta de inflación en 1999 redundó en mayor credibilidad. Por eso es que ha tenido lugar un ajuste a la baja de las expectativas de inflación implícitas en las revisiones referidas (Gráfica 21).

Los analistas consultados en las encuestas que levanta el Banco de México proyectan que los aumentos anuales que se otorgarán en las negociaciones salariales a llevarse a cabo durante abril y mayo del presente año serán respectivamente de 12.3 y 12 por ciento.

Gráfica 21

Incrementos Salariales Contractuales
Por ciento



FUENTE: Secretaría del Trabajo y Previsión Social. Para el mes de marzo, se utilizó un resultado preliminar de 12.7 por ciento. Para los meses de abril y mayo 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.

La encuesta más reciente, levantada a finales del mes de marzo, también señala que los analistas esperan para el año un déficit fiscal equivalente a 1.01 por ciento del PIB. Ello indica que el sector privado no anticipa desviaciones respecto del programa fiscal.

La dinámica reciente tanto del consumo como de la inversión del sector privado ha ocasionado una revisión al alza de los pronósticos de crecimiento anual para ambos agregados. Así, dichos pronósticos han sido ajustados hacia arriba, hasta 5 y 10.1 por ciento respectivamente, a partir de niveles de 4.3 y 8.8 por ciento en enero. La expansión de la demanda agregada y un mayor incremento esperado para las exportaciones dieron lugar a una revisión por parte de los especialistas encuestados del pronóstico de crecimiento del PIB para el año, de 4.3 por ciento en enero a 4.8 por ciento en marzo. Al mismo tiempo la estimación del déficit de la cuenta corriente para 2000 pasó de 16,047 millones de dólares en la encuesta levantada en diciembre de 1999 a 17,552 millones en la de marzo. Al respecto, se espera que el 68 por ciento de dicho déficit se financie con inversión extranjera directa.

Los indicadores sobre clima de negocios y nivel de confianza que recoge la encuesta del Banco de México proyectan, en general, un escenario muy favorable. Así, el 89 por ciento de los consultores participantes en la encuesta de marzo consideró que durante los próximos seis meses mejorará el clima de los negocios para las actividades productivas del sector privado. Por otra parte, el restante 11 por ciento de los analistas expresó que el clima de negocios permanecerá sin cambio y ningún consultor apuntó que fuese a empeorar. Los indicadores que se refieren al nivel de confianza respecto de la situación actual de la economía, su futuro próximo y la coyuntura de inversión también presentaron una mejoría.

Según los consultores encuestados, los principales factores que podrían obstaculizar a la actividad económica durante los próximos meses son los siguientes: la incertidumbre política y la disponibilidad de financiamiento interno (18 por ciento de las respuestas para cada uno); posibles incrementos de las tasas de interés externas y la situación de los bancos del país (con 13 por ciento de las respuestas cada uno); y la apreciación del tipo de cambio real (con 9 por ciento de las respuestas). Cabe notar que en las respuestas cayó la frecuencia con que se venía señalando entre dichos limitantes al elevado costo del financiamiento interno. En la encuesta de marzo ningún consultor mencionó entre los principales tres factores susceptibles de dificultar el crecimiento a las presiones inflacionarias en nuestro país.

IV.2. Expectativas de Inflación del Sector Privado

Como se ha señalado, las expectativas de inflación han venido disminuyendo de manera notable. De acuerdo con las encuestas del Banco de México, mientras que en enero de 1999 la expectativa de inflación para el año 2000 se situaba en 13.7 por ciento, la misma se redujo a 10.62 por ciento en enero del año en curso y a 9.67 por ciento en marzo.

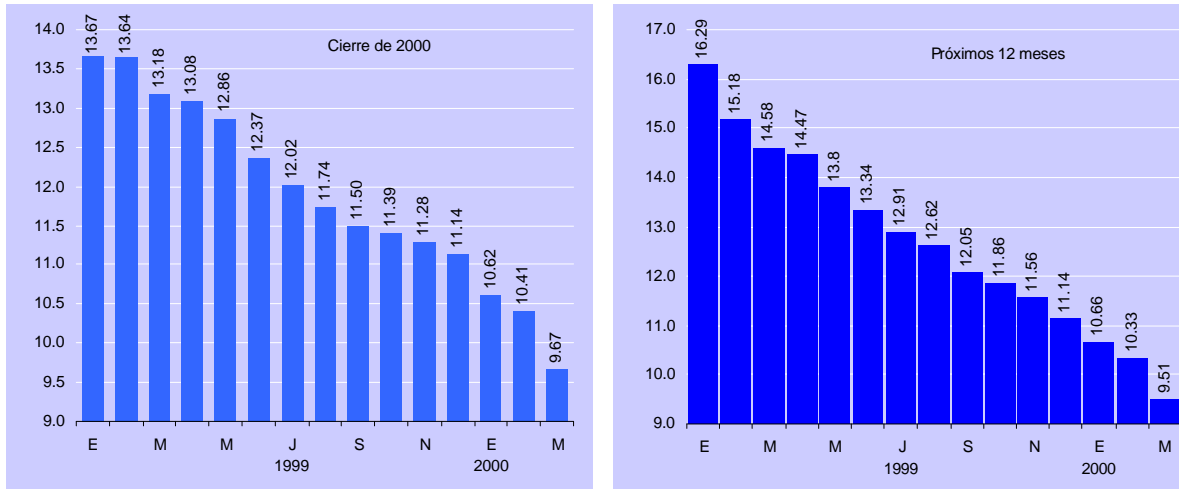
Según las mismas encuestas, las expectativas de inflación para los próximos 12 meses muestran una tendencia decreciente (Gráfica 22). Así, mientras que en enero de 1999 la inflación esperada era de 16.29 por ciento, en marzo de 2000 se había revisado a 9.51 por ciento. De manera análoga, la inflación esperada para el año 2001 se redujo de 9.1 por ciento en la encuesta de febrero de 2000 a 8.76 por ciento el pasado marzo. Esta disminución

coincide con los resultados que se reportan en encuestas levantadas por diversas instituciones privadas.

Gráfica 22

Evolución de las Expectativas de Inflación

Variación anual en por ciento



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

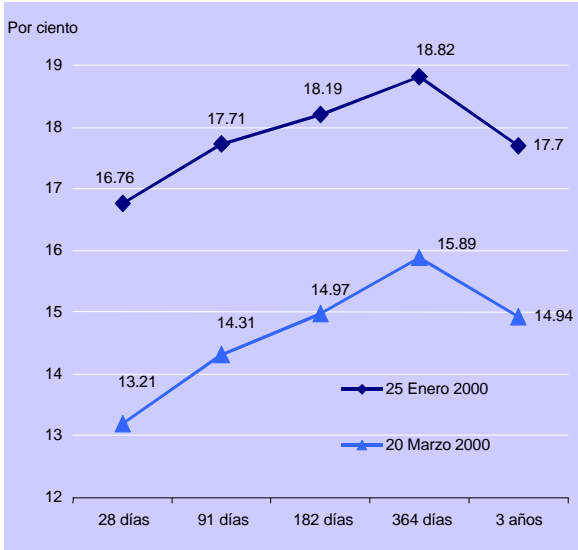
La información incorporada en algunos instrumentos financieros corrobora la trayectoria descendente de las expectativas de inflación que señalan las distintas encuestas. Esto puede observarse en primera instancia en la evolución de las tasas de interés nominales de los Cetes a 91, 180, 365 días y la del bono a 3 años, las cuales han disminuido significativamente durante el trimestre. Asimismo, dicha trayectoria se detecta en el comportamiento de la diferencia entre las tasas de los Cetes y de los Udibonos. Debido a que el Udibono es un título indizado, su tasa de rendimiento se expresa en términos reales. Por otra parte, el rendimiento nominal del Cete a un año incorpora la tasa de interés real más la expectativa de inflación anual. Por tanto, la diferencia entre el rendimiento de estos dos instrumentos es una medida aproximada de la inflación esperada por los participantes en el mercado de dinero.

Gráfica 23

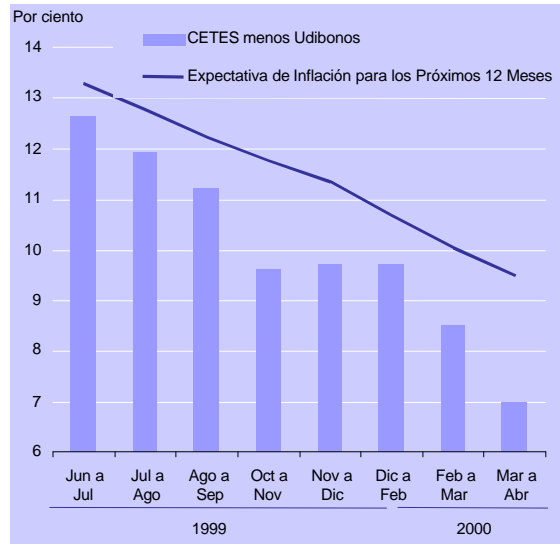
Curvas de Rendimiento Nominal de los Cetes y Diferencial de Tasas entre Cetes y Udibonos

Tasas de la subasta primaria

Curvas de rendimiento nominal de los Cetes*



Diferencial entre Cetes y Udibonos



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

De acuerdo con la encuesta correspondiente del Banco de México, los analistas del sector privado también revisaron a la baja sus pronósticos de inflación mensual para abril, mayo y junio. Así, la información recabada en la encuesta de marzo indica que la expectativa para la inflación anual al cierre de junio es de 9.69 por ciento y para la inflación acumulada durante el segundo trimestre de 1.8 por ciento.

Cuadro 6

Expectativas de Inflación Mensual y Anual

Por ciento

| | Mensual | Anual |
|-------|---------|-------|
| Abril | 0.66 | 9.83 |
| Mayo | 0.57 | 9.79 |
| Junio | 0.56 | 9.69 |

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

En resumen, las expectativas del sector privado respecto de los principales determinantes de la inflación y de la evolución de la inflación durante el próximo trimestre y para el cierre del año son favorables.

Cuadro 7

Resumen de las Expectativas del Sector Privado

| | | | |
|--|----------------------------|--|----------------------------|
| Tipo de Cambio (cierre de 2000) | 10.10 (pesos/dólar) | Precio del Petróleo (Trim. III y IV de 2000) | 18.25 (dólares por barril) |
| Tipo de Cambio (promedio de abril) | 9.39 (pesos/dólar) | Crecimiento real en E.U.A. (II-Trim.) | 3.60% |
| Tipo de Cambio (promedio de mayo) | 9.46 (pesos/dólar) | Crecimiento real en E.U.A. (2000) | 4.30% |
| Tipo de Cambio (promedio de junio) | 9.56 (pesos/dólar) | Inflación Anual México (cierre de junio) | 9.69% |
| Incrementos salariales (abril) | 12.30% | Inflación Anual México (cierre de 2000) | 9.67% |
| Incrementos salariales (mayo) | 12.00% | Crecimiento Real en México (I-Trim.) | 5.60% |
| Precio del Petróleo (II-Trim.) | 21.16 (dólares por barril) | Crecimiento Real en México (2000) | 4.80% |

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

IV.3. Perspectivas de la Inflación para el Corto y Mediano Plazos y Balance de Riesgos

El desempeño de la economía durante el trimestre analizado estuvo especialmente influido por cuatro fenómenos cuya evolución futura determinará, en buena medida, la trayectoria de la inflación y, entonces, las acciones de la política monetaria para lo que resta del año.

En primer lugar, los elevados precios del petróleo y la reducción en el riesgo país pueden caracterizarse como perturbaciones positivas de oferta. Los fenómenos de esta naturaleza tienen consecuencias benéficas sobre el crecimiento económico y la inflación. Su principal repercusión se ha dado en el mercado cambiario a través de la apreciación y subsecuente estabilidad del tipo de cambio. Por tanto, los fenómenos apuntados han influido de manera favorable sobre la inflación y las expectativas inflacionarias. Básicamente, estas perturbaciones son opuestas a las sufridas por la economía durante el segundo semestre de 1998, cuando el precio del petróleo experimentó una caída y el riesgo país se elevó.

En segundo lugar, cabe resaltar el aumento de la demanda de exportaciones nacionales, proveniente principalmente de los Estados Unidos y que se sustenta en el rápido crecimiento de su economía. Ello también se ha reflejado en la estabilidad del tipo de cambio. Eventualmente, en ausencia de ganancias paralelas en productividad, este fenómeno podría llegar a tener consecuencias inflacionarias al presionar al mercado laboral e inducir aumentos salariales que se extiendan a las industrias productoras de bienes no comerciables. Sin embargo, durante los meses recientes el efecto más importante ha sido su contribución a la sostenibilidad de las cuentas externas y a la estabilidad del tipo de cambio, por lo que ha sido un factor coadyuvante del descenso de la inflación.

En tercer lugar, resalta que al haberse obtenido en 1999 una inflación menor que el objetivo propuesto, se fortaleció la credibilidad en la meta inflacionaria para el año 2000. Como resultado, durante el primer trimestre las expectativas del sector privado convergieron a la meta de inflación anual, a la vez que los incrementos de los salarios contractuales han respondido en mayor medida que en 1999 a dichos movimientos.

Por último, la notable expansión de la demanda interna, comentada a lo largo del presente documento, ha estado asociada en gran medida al crecimiento del gasto del sector privado. Indudablemente, sin los factores positivos analizados anteriormente, esta influencia se habría reflejado en presiones sobre el tipo de cambio como consecuencia del deterioro de las cuentas externas del país. Además, de generarse un crecimiento insostenible de la demanda interna podrían surgir presiones alcistas sobre los salarios y sobre los precios de los bienes no comerciables. Así, lo anterior constituye un fenómeno que podría complicar el descenso de la inflación.

Durante el primer trimestre de 2000, los efectos positivos sobre los precios de las perturbaciones de oferta y del crecimiento de la demanda externa más que compensaron cualquier posible influencia inflacionaria propiciada por el incremento de la demanda interna. En consecuencia, estos fenómenos se sumaron a la favorable evolución de las expectativas de inflación, dando como resultado un crecimiento de los precios en línea con los objetivos propuestos.

Para lo que resta del año, las tendencias recientes de la economía de los Estados Unidos sugieren que continuará su dinamismo. Por otra parte, la perspectiva es que el precio del

petróleo descienda ligeramente y que los flujos de capital hacia los mercados emergentes se sostengan. En consecuencia, en el escenario base para lo que resta de 2000 se supone que el efecto del entorno externo sobre la inflación será benéfico y que mediante la postura restrictiva de política monetaria se podrá alcanzar el objetivo de inflación planteado.

Sin embargo, la reversión eventual de los fenómenos externos favorables analizados constituye un factor de riesgo para el escenario base. No por casualidad, ello se refleja ya en las expectativas de inflación del sector privado para 2001. Así, los analistas anticipan una reducción de la inflación en ese año de solamente 0.91 puntos porcentuales. A este respecto, los principales elementos externos de riesgo que podrían complicar la reducción futura de la inflación son los siguientes:

- (a) una desaceleración brusca de la economía de los Estados Unidos;
- (b) una fuerte disminución del precio del petróleo; y
- (c) un aumento mayor que el anticipado de las tasas de interés en los Estados Unidos o una caída severa del mercado de valores de ese país. Cualquiera de esas influencias podría dar lugar a un reacomodo de las carteras de los inversionistas hacia los mercados de renta fija de las economías desarrolladas y, consecuentemente, una disminución de los flujos de capital hacia los mercados emergentes.

De ocurrir algunos de estos escenarios, se podría presentar una depreciación del tipo de cambio nominal, la cual sería un movimiento lógico hacia un nivel más depreciado del tipo de cambio real de equilibrio. Sin embargo, dada la alta correlación histórica observada en México entre las depreciaciones del tipo de cambio y la inflación, este movimiento pudiera llevar a revisiones al alza de las expectativas de inflación y, por ende, a incidir sobre las negociaciones de todo tipo de contratos. Por tanto, la autoridad monetaria permanecerá alerta y reaccionará de manera oportuna ante la aparición de cualquiera de los fenómenos descritos, restringiendo la postura de política monetaria.

En el ámbito interno, el principal factor de riesgo es que el aumento del dinamismo de la demanda agregada registrado en México en los últimos dos trimestres, conduzca eventualmente a

aumentos en los precios de los bienes no comerciables —incongruentes con el objetivo de inflación— y al deterioro de las cuentas externas. Lo señalado sería más preocupante si estuviera asociado con una mayor dependencia respecto de los flujos de capital de corto plazo. Debido a que este tipo de financiamiento es sumamente volátil y en ocasiones responde a fenómenos ajenos a los fundamentos económicos de los diferentes mercados, la intensificación de los flujos de entrada de capitales de corto plazo aumentaría la vulnerabilidad de la economía. En esas circunstancias, los avances obtenidos en la reducción de la inflación podrían resultar insostenibles. Ello debido a que de materializarse una salida importante de capitales, se depreciaría el tipo de cambio nominal, lo cual traería consigo presiones inflacionarias.

Para limitar dichas presiones, que pudiesen surgir en el sector de bienes no comerciables, y mantener las cuentas externas en niveles razonables podría llegar a ser necesario moderar el crecimiento del gasto interno. Ello requeriría de la aplicación de políticas macroeconómicas más restrictivas. El instrumento idóneo frente a una circunstancia semejante sería la política fiscal. La razón es que la aplicación de una política fiscal más astringente generaría un mayor ahorro público y corregiría directamente el exceso de gasto agregado. Con todo, la recomendación sería extensiva al ámbito monetario, ya que mediante una mayor restricción de la liquidez se induciría un aumento en las tasas de interés reales y se disminuiría, de esta manera, el gasto de consumo e inversión del sector privado. Sin embargo, la intensificación de la restricción monetaria podría conducir, por lo menos inicialmente, a una mayor apreciación del tipo de cambio, lo cual, incentivaría el gasto en bienes comerciables. Este segundo efecto tendería a coartar la efectividad de la política monetaria para influir sobre el gasto agregado y, por ende, sobre las cuentas externas. En consecuencia, dadas las limitaciones de la política monetaria, la manera más eficaz de atacar el problema de un crecimiento excesivo de la demanda agregada y de una ampliación de los déficit externos, sería una aplicación coordinada de las políticas monetaria y fiscal.

De mantenerse las tendencias actuales y compensarse los efectos sobre la cuenta corriente de una demanda interna más dinámica con los efectos positivos asociados a mayores precios del petróleo y con un rápido crecimiento de las exportaciones no petroleras, hacia finales de año podría presentarse una situación en la cual: la inflación se ubicara significativamente por debajo de 10 por ciento, las expectativas para el año 2001 fueran sustancialmente

mejores y el aumento del déficit externo resultara moderado. En dicho escenario se presentarían condiciones propicias para acelerar el proceso desinflacionario orientado hacia la convergencia con la inflación de nuestros principales socios comerciales en el año 2003.

De acuerdo con el análisis realizado en este informe, en el escenario base se anticipa que para el segundo trimestre del año el entorno externo seguirá influyendo favorablemente sobre el desarrollo de la economía mexicana y sobre el descenso de la inflación. En este contexto, el pronóstico es que el tipo de cambio exhibirá un comportamiento ordenado, que las expectativas de inflación seguirán ajustándose a la baja y que esta corrección se reflejará parcialmente en las revisiones salariales contractuales.

Por lo que se refiere a los fenómenos transitorios que podrían afectar de manera propicia la evolución de la inflación en el segundo trimestre del año, deben mencionarse los siguientes:

- (a) el período referido es usualmente de bajo crecimiento relativo del nivel de precios; y
- (b) la reducción de las tarifas eléctricas en la temporada cálida entra en vigor en abril para 11 ciudades y para 14 en mayo.

Por otra parte, se prevé un factor transitorio que de presentarse incidiría desfavorablemente sobre la inflación. Al respecto, los precios de las frutas y verduras han dado ya señales de iniciar una tendencia alcista. Dependiendo de las condiciones climáticas y de los precios internacionales, esta situación podría conducir a que se debilitara e incluso se revirtiera la contribución de los precios de dichos bienes al descenso de la inflación.

Tomando en cuenta todos los factores mencionados, el Banco de México anticipa que en el segundo trimestre del año la inflación acumulada será menor que la observada en el mismo periodo de 1999 y que la registrada en el periodo enero-marzo de 2000. También se prevé un descenso de la inflación anual, aunque menor que el observado a lo largo del primer trimestre ya que la tasa de inflación en el periodo abril-junio de 1999 fue relativamente baja.

V. Conclusiones

Durante los últimos meses, la expansión económica se ha fortalecido en México. Ello, en un contexto de inflación a la baja, expectativas de inflación decreciente, repunte del gasto privado, sostenido vigor de la economía de los Estados Unidos y una percepción más optimista de los inversionistas nacionales y extranjeros sobre la situación y futuro de la economía mexicana. Estos factores positivos han compensado los efectos de la restricción fiscal y monetaria sobre la actividad económica.

En el lapso de seis meses que cerró en marzo, el gasto privado en consumo e inversión ha adquirido papel preponderante en la expansión de la demanda agregada. Además, el notable crecimiento de la economía de los Estados Unidos ha impulsado las exportaciones mexicanas. Aunque todavía no se cuenta con datos definitivos, la información disponible permite anticipar que en el primer trimestre del año la tasa anual de crecimiento del PIB en términos reales será probablemente superior al 6 por ciento.

En todos los meses del trimestre que se analiza la inflación resultó menor que la prevista por los analistas del sector privado. Al mes de marzo, el crecimiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor alcanzó una tasa anual de 10.11 por ciento. En ausencia de perturbaciones severas de origen interno o externo, puede anticiparse que la inflación medida por el INPC permanecerá en una senda congruente con la meta de reducirla a una tasa inferior a 10 por ciento.

La evidencia que se recoge en este reporte indica que la tendencia inflacionaria de largo plazo se encuentra en una trayectoria descendente. Sin embargo, la comparación entre la evolución de la inflación subyacente y la del INPC sugiere que la rápida disminución de la inflación conseguida en el trimestre reportado ha estado influida por factores que podrían no repetirse: la caída de los precios de las frutas y verduras y la apreciación del tipo de cambio nominal.

Un factor que ha incidido positivamente en el descenso de la tendencia inflacionaria de largo plazo, es que las expectativas de inflación del sector privado para el año 2000 se encuentran en 9.67 por ciento, por lo que ya son congruentes con la meta oficial respectiva. Por su parte, las negociaciones salariales contractuales durante los meses transcurridos del presente año han reflejado, en mayor medida que durante 1999, la evolución de la inflación esperada y de los aumentos en la productividad de la mano de obra.

Asimismo, las expectativas de inflación para el año 2001 se han reducido a 8.76 por ciento, lo cual indica que el descenso esperado de la inflación para ese año es menor que un punto porcentual. Aunque la expectativa de inflación decreciente para el año próximo es sin duda un hecho positivo, el nivel es todavía elevado, a la luz de la reducción necesaria para alcanzar la convergencia con la inflación de nuestros principales socios comerciales en 2003.

Las tendencias actuales sugieren que con la postura de política monetaria vigente, la inflación anual en diciembre de 2000 no excederá de 10 por ciento. Sin embargo, existen varios factores que exigen mantenerse alerta y de ser necesario actuar con oportunidad en el ámbito monetario. En primer lugar, cabe reiterar que el descenso de la inflación se ha beneficiado de factores que podrían no repetirse en el futuro. En segundo lugar, de revertirse parcialmente las tendencias externas favorables y de continuar el crecimiento de la demanda interna se generaría un exceso de demanda y consecuentemente podrían resurgir presiones inflacionarias. Por ello, la política monetaria debe conservar su sesgo restrictivo y, de materializarse alguno de los riesgos aludidos, actuar oportunamente, ampliando el “corto”. De esta manera, se minimizarían los impactos sobre las expectativas derivados de las presiones sobre los precios de los bienes no comerciables y sobre el tipo de cambio, que puede producir un exceso de demanda agregada. Con ello, se buscaría consolidar la tendencia decreciente de la inflación aún en un entorno menos favorable que el prevaleciente en los últimos meses.

El reto de la política monetaria es el de mantener condiciones monetarias que aseguren los avances deseados en el proceso de desinflación, al mismo tiempo que la expansión de la producción nacional, para atender la mayor demanda agregada, no exceda los límites que impone la capacidad instalada. Si bien la dirección estratégica de la política monetaria resulta obvia, dos aspectos fundamentales han de considerarse para tomar medidas específicas ante cambios en el entorno: el momento apropiado de su adopción y la magnitud del ajuste necesario de las condiciones monetarias.

En el periodo por transcurrir hasta la publicación del siguiente informe sobre la inflación, en julio próximo, el Instituto Central realizará un seguimiento muy cuidadoso de la demanda agregada y de la evolución de los mercados financieros. Ello, a fin de evaluar la velocidad y grado de ajuste de las condiciones monetarias en caso de ser necesario.

Anexo

Metodología para el Cálculo de la Inflación Subyacente

En su esfuerzo por mantener la estabilidad de precios, los bancos centrales aplican medidas de política monetaria que tienen un efecto rezagado sobre la tasa de inflación. Por ello, la autoridad monetaria se ve en una constante necesidad de anticipar las presiones futuras sobre la inflación. Además, dado que las acciones de la política monetaria se instrumentan en función de la evolución esperada de la inflación, al explicar sus acciones al público es necesario que los bancos centrales hagan referencia a las perspectivas de crecimiento de los precios en el mediano plazo. De modo que, tanto para la conducción de la política monetaria como para el proceso de comunicación con el público, los bancos centrales usan distintos indicadores para determinar las presiones inflacionarias de mediano plazo.

Los cambios de los precios relativos causados por factores estacionales, las modificaciones en precios concertados (entre el gobierno y un grupo pequeño de empresas) y las variaciones en precios controlados por el sector público, por lo general no constituyen presiones de duración indefinida sobre el nivel de precios. Por tanto, para contar con una medida adecuada que permita prever las presiones inflacionarias de mediano plazo es importante eliminar del cálculo de la inflación aquellos precios cuya volatilidad histórica es elevada.

Dado lo anterior, la mayoría de los bancos centrales utiliza indicadores de inflación que eliminan los elementos identificados como más volátiles dentro del índice general de precios. En el cuadro A 1 se presentan los indicadores de la tendencia inflacionaria de mediano plazo empleados por varios bancos centrales. Como se puede observar, casi todos se construyen excluyendo del índice de precios al consumidor los rubros más volátiles. En dicho cuadro, para cada banco central, se proporciona el nombre del índice y se identifican entre paréntesis los elementos excluidos.

Cuadro A 1 **Indicadores de Inflación Subyacente**

| Banco Central | Inflación Subyacente (i.e. Crecimiento en los precios al consumidor excluyendo:) |
|-----------------------------------|--|
| Banco de Inglaterra | - RPIX (pagos de intereses sobre hipotecas) |
| | - RPIY (lo anterior más impuestos indirectos y locales) |
| | - RPIXFE (intereses sobre hipotecas más alimentos, combustible y luz) |
| | - TPI (impuestos directos) |
| | - THARP (impuestos indirectos y locales) |
| Banco de Suecia | - UND1 (Costo financiero de la vivienda, impuestos indirectos y subsidios) |
| | - UND2 (lo anterior más combustible) |
| Banco de España | - IPSEBENE (energía y alimentos no procesados) |
| Deutsche Bundesbank | - CPI neto (impuestos indirectos) |
| Banco de Francia | - ULI (alimentos, energía, tabaco e impuestos indirectos) |
| Banco de la Reserva de Australia | - Treasury index (pagos de intereses) |
| | - Media Truncada (cada mes se excluye el 15% de los elementos más volátiles de la canasta) |
| Banco de Canadá | - CPIxFET (alimentos, energía e impuestos indirectos) |
| | - MEANSTD (cada mes se excluye el 5% de los elementos más volátiles de la canasta) |
| | - CPIX (ocho elementos más volátiles en la historia) |
| Banco de Nueva Zelanda | - CPX (pagos de intereses) |
| | - CPIXexF&E (lo anterior más alimentos y energía) |
| Reserva Federal de Estados Unidos | - Inflación Subyacente (alimentos y energía) |

A continuación se presenta la metodología utilizada por el Banco de México para obtener la inflación subyacente en el caso de México. A fin de determinar los elementos más volátiles dentro del INPC, se parte de las series históricas de los 313 productos genéricos que lo integran. El periodo de referencia se extiende de enero de 1996 a febrero de 2000. Para identificar a los genéricos más volátiles, se calculan las tasas mensuales de crecimiento de sus respectivos precios y se hace una comparación de éstas con una medición de la tendencia mensual de la inflación. Esta última se estima mediante cuatro métodos distintos:

- (a) X12 ARIMA¹¹,
- (b) Promedio de los Próximos 12 Meses,
- (c) Media Móvil Centrada de 12 Meses,
- (d) Inflación Mensual del INPC.

Una vez definida la tendencia de la inflación mensual, se calculan mes con mes las desviaciones entre ésta y el crecimiento

¹¹ El Buró de Censos de los Estados Unidos ha usado por muchos años un método similar, el X11 ARIMA, para el cálculo de tendencias. Dicho método se basa en la estimación de factores estacionales a partir de la "suavización" de la serie original vía la utilización de promedios móviles.

mensual del precio de cada genérico. Al elevar estas desviaciones al cuadrado, sumarlas a lo largo de toda la muestra y dividir por el número de meses, se obtiene una medición de la variabilidad relativa de cada genérico que se denomina error cuadrático medio.

En el Cuadro A 2 se presenta la lista de los 93 genéricos más volátiles. Además, se especifica de acuerdo con cual de las mediciones de la tendencia el genérico correspondiente cae dentro del subconjunto más volátil. En el caso de 81 genéricos, las cuatro mediciones de la tendencia los sitúan en el subconjunto más volátil. En consecuencia, puede decirse que la configuración del subconjunto más volátil es independiente de la medición de tendencia utilizada.

Cuadro A 2 Genéricos Más Volátiles Dentro del INPC

| Genérico | Método que lo sitúa en el 35% más volátil | Genérico | Método que lo sitúa en el 35% más volátil |
|----------------------|---|---------------------------------|---|
| TOMATE VERDE | 1, 2, 3, 4 | ELECTRICIDAD | 1, 2, 3, 4 |
| LIMÓN | 1, 2, 3, 4 | TENENCIA AUTOMÓVIL | 1, 2, 3, 4 |
| CEBOLLA | 1, 2, 3, 4 | METRO O TRANSPORTE ELÉCTRICO | 1, 2, 3, 4 |
| CHILE POBLANO | 1, 2, 3, 4 | LARGA DISTANCIA INTERNACIONAL | 1, 2, 3, 4 |
| CHICHARO | 1, 2, 3, 4 | AUTOBÚS URBANO | 1, 2, 3, 4 |
| CHAYOTE | 1, 2, 3, 4 | LARGA DISTANCIA NACIONAL | 1, 2, 3, 4 |
| CHILE SERRANO | 1, 2, 3, 4 | TRANSPORTE COLECTIVO | 1, 2, 3, 4 |
| CALABACITA | 1, 2, 3, 4 | CUOTAS DE AUTOPISTAS | 1, 2, 3, 4 |
| JITOMATE | 1, 2, 3, 4 | TAXI | 1, 2, 3, 4 |
| EJOTES | 1, 2, 3, 4 | SERVICIO TELEFÓNICO LOCAL | 1, 2, 3, 4 |
| AGUACATE | 1, 2, 3, 4 | ESTACIONAMIENTO | 1, 2, 3, 4 |
| NOPALES | 1, 2, 3, 4 | AUTOBÚS FORÁNEO | 1, 2, 3, 4 |
| PEPINO | 1, 2, 3, 4 | GAS DOMÉSTICO | 1,4 |
| NARANJA | 1, 2, 3, 4 | JARDÍN DE NIÑOS Y GUARDERÍA | 1, 2, 3, 4 |
| GUAYABA | 1, 2, 3, 4 | PRIMARIA | 1, 2, 3, 4 |
| PLÁTANO TABASCO | 1, 2, 3, 4 | SECUNDARIA | 1, 2, 3, 4 |
| TORONJA | 1, 2, 3, 4 | PREPARATORIA | 1, 2, 3, 4 |
| OTROS CHILES FRESCOS | 1, 2, 3, 4 | UNIVERSIDAD | 1, 2, 3, 4 |
| MELÓN | 1, 2, 3, 4 | CARRERA CORTA E IDIOMAS | 1, 2, 3, 4 |
| PINA | 1, 2, 3, 4 | OTRAS DIVERSIONES | 1, 2, 3, 4 |
| PAPAYA | 1, 2, 3, 4 | TORTILLA DE MAÍZ | 1, 2, 3, 4 |
| AJO | 1, 2, 3, 4 | JOYAS Y BISUTERÍA | 1, 2, 3, 4 |
| MANGO | 1, 2, 3, 4 | CERVEZA | 1,3,4 |
| UVA | 1, 2, 3, 4 | SEGURO DE AUTOMÓVIL | 1, 2, 3, 4 |
| COL | 1, 2, 3, 4 | CIGARRILLOS | 1,3,4 |
| ZANAHORIA | 1, 2, 3, 4 | FERROCARRIL | 1, 2, 3, 4 |
| SANDÍA | 1, 2, 3, 4 | MASA DE MAÍZ | 1, 2, 3, 4 |
| OTROS PLÁTANOS | 1, 2, 3, 4 | PAN DE CAJA | 1, 2, 3, 4 |
| PAPA | 1, 2, 3, 4 | OTRAS LEGUMBRES SECAS | 1, 2, 3, 4 |
| LECHUGA | 1, 2, 3, 4 | LECHE SIN ENVASAR | 1, 2, 3, 4 |
| DURAZNO | 1, 2, 3, 4 | PANTALÓN DE NIÑO O/MATERIALES | 1, 2, 3, 4 |
| FRIJOL | 1, 2, 3, 4 | LECHE PASTEURIZADA ENVASADA | 1, 2, 3, 4 |
| CHILE SECO | 1, 2, 3, 4 | INST RUMENTOS MUSICALES Y OTROS | 1, 2, 3, 4 |
| MANZANA | 1, 2, 3, 4 | PAPEL HIGIÉNICO | 1, 2, 3, 4 |
| ELOTE | 1, 2, 3, 4 | PANUELOS DESECHABLES | 1, 2, 3, 4 |
| OTRAS LEGUMBRES | 1, 2, 3, 4 | CLUB DEPORTIVO | 1,2,3 |
| PERA | 1, 2, 3, 4 | LECHE EVAPORADA | 1,2,3 |
| CAMARÓN | 1, 2, 3, 4 | VELAS Y VELADORAS | 1, 2, 3, 4 |
| MOJARRA | 1, 2, 3, 4 | AZÚCAR | 1,2,3 |
| OTROS PESCADOS | 1, 2, 3, 4 | MATERIAL DE CURACIÓN | 1,3 |
| ROBALO Y MERO | 1, 2, 3, 4 | PASTELILLOS Y PASTELES | 1, 2, 3, 4 |
| OTROS MARISCOS | 1, 2, 3, 4 | SERVICIO DOMÉSTICO | 1 |
| HUACHINANGO | 1, 2, 3, 4 | SALCHICHAS | 1 |
| POLLO EN PIEZAS | 1, 2, 3, 4 | MUEBLES PARA COCINA | 1,2,4 |
| POLLO ENTERO | 1, 2, 3, 4 | MEDIAS Y PANTIMEDIAS | 1,2,3 |
| PIERNA | 1, 2, 3, 4 | CAJETAS | 1,3,4 |
| HUEVO | 1, 2, 3, 4 | | |

* Los métodos utilizados para medir la tendencia inflacionaria son: (1) Arima, (2) Promedio de los próximos 12 meses, (3) Media móvil centrada de 12 meses y (4) INPC.

Se procede entonces a ordenar los 313 genéricos de acuerdo con su volatilidad medida por el error cuadrático medio, asociando a cada genérico con su respectivo ponderador¹² dentro del INPC. Partiendo del genérico más volátil, se suman los ponderadores, en la dirección de mayor a menor volatilidad, hasta llegar a un cierto porcentaje (identificado en el texto como X) del ponderador acumulado. De este modo se determina al subconjunto de genéricos más volátiles cuya importancia dentro del INPC es igual al X por ciento.

El siguiente paso es la construcción de un índice de precios que incluye a todos los elementos del INPC menos el subconjunto de genéricos más volátiles que representa el X por ciento de la canasta de consumo. Posteriormente, se hace variar X de manera ascendente (entre 0 y 50 por ciento de la canasta) y se repite el proceso. De esta forma se generan varios índices cuya única diferencia es el porcentaje de la canasta de consumo que se elimina.

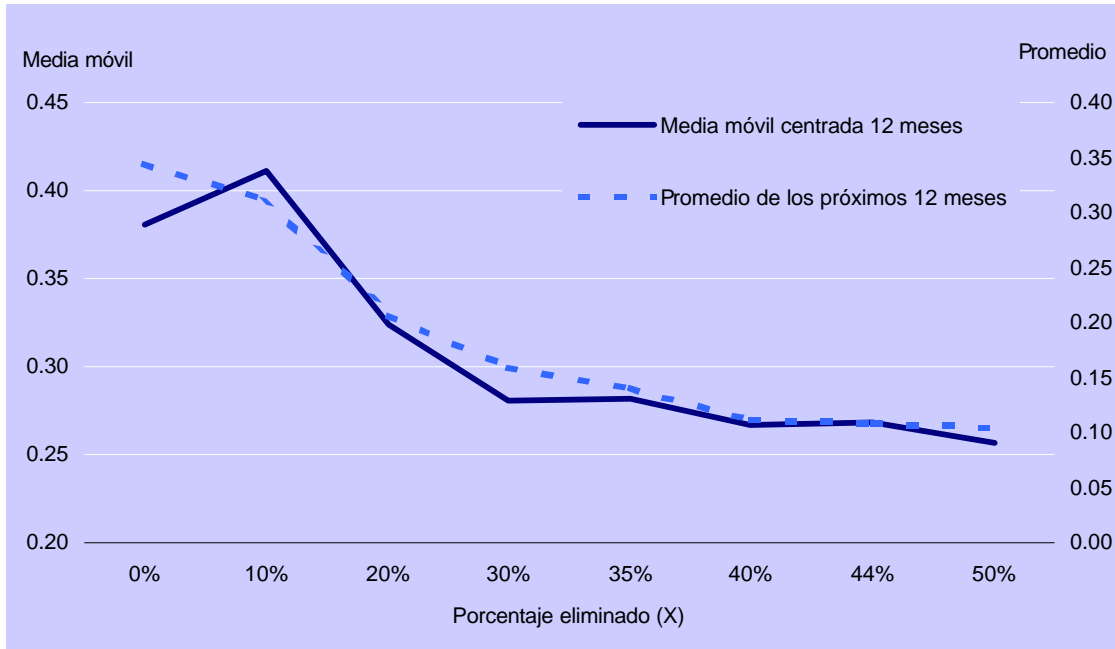
Mediante el procedimiento descrito se obtiene, por tanto, una secuencia de índices de precios de los que se elimina hasta el X por ciento de los genéricos más volátiles del INPC. Para determinar cual de estas mediciones es un indicador más eficientemente de las presiones inflacionarias de mediano plazo, se estima su grado de ajuste respecto de una medición de la tendencia de la inflación del INPC. Como indicadores de dicha tendencia se toman la media móvil centrada de 12 meses y el promedio de los próximos 12 meses.

Para estimar el grado de ajuste de cada uno de estos índices con respecto a la tendencia de la inflación, se calcula el error cuadrático medio entre cada índice y la propia tendencia. Al realizarse este ejercicio para distintos valores de X, se obtiene una medida de eficiencia en el pronóstico de la tendencia inflacionaria futura, para cada índice de precios que excluye el X por ciento de los genéricos más volátiles del INPC. En el caso de México, el comportamiento de este último concepto se ilustra en la Gráfica A 1.

¹² Por ponderador se entiende la participación porcentual del genérico en el INPC.

Gráfica A.1

Error Cuadrático Medio con respecto a la Tendencia Inflacionaria Futura



Como puede observarse, al crecer X disminuye el error cuadrático medio por lo que aumenta el grado de ajuste. Gran parte del descenso del error cuadrático medio se logra vía la eliminación del 35 por ciento de los genéricos más volátiles, con lo cual se captura la mayor parte de las ganancias en eficiencia en la estimación de la tendencia futura de la inflación.

De los 93 genéricos que constituyen el 35 por ciento de la canasta del INPC, 66 pertenecen a alguno de los siguientes subíndices: Precios Administrados y Concertados por el Sector Público, Productos Agropecuarios y Educación. Por tanto, estos subíndices están casi totalmente representados dentro del subconjunto más volátil. Lo anterior se puede apreciar con más claridad en el Cuadro A 3, donde se identifican todos los genéricos pertenecientes a estos subíndices. Nótese que los genéricos que aparecen sombreados son aquellos que pertenecen al subconjunto más volátil.

Cuadro A 3: Genéricos Pertenecientes a Subíndices de Precios Seleccionados*

| ADMINISTRADOS Y CONCERTADOS | | | EDUCACIÓN | | |
|--------------------------------|--------------------------|---------------------|-----------------------------|--------------------------|-------|
| LARGA DISTANCIA INTERNACIONAL | ESTACIONAMIENTO | ELECTRICIDAD | JARDÍN DE NIÑOS Y GUARDERÍA | | |
| TAXI | TENENCIA AUTOMÓVIL | LÍNEA TELEFÓNICA | PRIMARIA | | |
| AUTOBÚS URBANO | GAS DOMÉSTICO | ACEITES LUBRICANTES | SECUNDARIA | | |
| METRO O TRANSP. ELÉCTRICO | SERVICIO TELEFONÍA LOCAL | CUOTAS LIC. Y DOC. | PREPARATORIA | | |
| AUTOBÚS FORÁNEO | CUOTA AUTOPISTAS | GASOLINA | UNIVERSIDAD | | |
| TRANSPORTE COLECTIVO | LARGA DISTANCIA NACIONAL | | CARRERA CORTA E IDIOMAS | | |
| PRODUCTOS AGROPECUARIOS | | | | | |
| FRUTAS Y VERDURAS | | | PESCADOS | CARNES | HUEVO |
| OTROS CHILES FRESCOS | DURAZNO | PAPA | MOJARRA | POLLO EN PIEZAS | HUEVO |
| OTRAS LEGUMBRES | ZANAHORIA | CEBOLLA | HUACHINANGO | POLLO ENTERO | |
| PLÁTANO TABASCO | JITOMATE | ELOTE | ROBALO Y MERO | PIERNA | |
| OTROS PLÁTANOS | CHAYOTE | COL | OTROS PESCADOS | LOMO | |
| CHILE SERRANO | AGUACATE | PEPINO | CAMARÓN | HIGADO DE RES | |
| CHILE POBLANO | LECHUGA | AJO | OTROS MARISCOS | BISTEC DE RES | |
| TOMATE VERDE | NOPALES | NARANJA | | RETAZO | |
| CALABACITA | EJOTES | LIMÓN | | CHULETA | |
| CHÍCHARO | FRIJOL | UVA | | CORTES ESPECIALES DE RES | |
| GUAYABA | PAPAYA | SANDÍA | | OTRAS VÍSCERAS DE RES | |
| CHILE SECO | PIÑA | MANGO | | CARNE MOLIDA DE RES | |
| TORONJA | MANZANA | PERA | | PULPA DE CERDO | |
| MELÓN | | | | | |

* Los elementos sombreados son los que se identificaron como los más volátiles.

Como puede constatar, solamente 4 de los 13 genéricos del subíndice de Precios Administrados y Concertados por el Sector Público y 9 de los 47 genéricos del subíndice de Productos Agropecuarios, no pertenecen al subconjunto más volátil.

Con base en todo lo anterior, se hizo un análisis comparativo de dos mediciones de la inflación subyacente. A fin de medir su capacidad para indicar presiones inflacionarias de mediano plazo, se estimó su grado de ajuste a una medición de la tendencia futura de la inflación. Como ya se mencionó, esta última se definió de dos formas: a) la media móvil centrada de 12 meses y b) el promedio de los próximos 12 meses. En el Cuadro A 4 se presentan los errores cuadráticos medios, con respecto a la tendencia de la inflación, calculados para las variaciones mensuales del INPC sin el subconjunto más volátil y del INPC sin los subíndices de Productos Agropecuarios, de Educación y de Precios Administrados y Concertados por el Sector Público. Cabe subrayar que por ese procedimiento se obtiene casi el mismo error cuadrático medio para ambos conceptos.

Cuadro A 4

Error Cuadrático Medio de las Variaciones Mensuales con Respecto a la Tendencia de la Inflación

| | Medidas de Tendencia | |
|---|----------------------|-------------------|
| | Media móvil | Promedio |
| | centrada 12 meses | próximos 12 meses |
| INPC sin subconjunto más volátil | 0.166 | 0.236 |
| INPC sin subíndices de productos Agropecuarios, de Educación y de precios Administrados y Concertados | 0.198 | 0.266 |

Con base en los resultados anteriores y con el propósito de simplificar la presentación de los indicadores de las presiones inflacionarias de mediano plazo, se define a la Inflación Subyacente como la medición que elimina del INPC los siguientes subíndices: de Productos Agropecuarios, de Educación y de Precios Administrados y Concertados por el Sector Público. En caso de ocurrir variaciones de los impuestos indirectos, la medida de inflación subyacente también excluirá su impacto directo sobre los precios. Cabe señalar que la definición de inflación subyacente puede ser modificada por la alteración del comportamiento de los precios de algún genérico. Así, el Banco de México hará revisiones rutinarias de los resultados de la metodología anterior. En caso de que los resultados lo ameritaran se revisaría la medición de inflación subyacente, anunciándose al público con la oportunidad debida los cambios realizados.

Por último, cabe reiterar que la inflación subyacente constituye exclusivamente una herramienta de análisis y comunicación y no es en sí un objetivo de política monetaria.