

# Informe sobre la Inflación

---

Enero – Marzo 2001



BANCO DE MEXICO

ABRIL, 2001

---



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

**Subgobernadores**

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜEMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB



### ***ADVERTENCIA***

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



## INDICE

<b>I. Introducción</b>	<b>1</b>
<b>II. Evolución Reciente de la Inflación</b>	<b>2</b>
II.1. Indicadores de Inflación	3
II.1.1. Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente	3
II.1.2. Inflación Mensual del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Subyacente	5
II.1.3. Índice Nacional de Precios Productor (INPP)	8
II.2. Principales Determinantes de la Inflación	8
II.2.1. Entorno Externo y Tipo de Cambio	8
II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo	16
II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas	21
II.2.4. Precios Administrados y Concertados	26
II.2.5. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación	27
<b>III. La Política Monetaria Durante el Primer Trimestre de 2001</b>	<b>28</b>
III.1. Acciones de Política Monetaria	28
III.2. Agregados Monetarios y Crediticios	33
III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales Netos	33
III.2.2. Agregados Monetarios M1 y M4	34
III.2.3. Financiamiento al Sector Privado	36
<b>IV. Perspectivas del Sector Privado para 2001</b>	<b>37</b>
IV.1. Pronósticos sobre los Principales Determinantes de la Inflación	37
IV.2. Expectativas de Inflación del Sector Privado	40
<b>V. Balance de Riesgos y Conclusiones</b>	<b>42</b>





## I. Introducción

---

Este documento contiene una descripción detallada de la evolución de la inflación y de los factores que la afectaron, así como la evaluación del entorno económico que ha servido de fundamento para las acciones de política monetaria en el primer trimestre de 2001. Asimismo, se presenta el escenario económico anticipado por el Banco de México para 2001 y se identifican los principales factores de riesgo.

Durante el primer trimestre de 2001 el crecimiento de la economía de los Estados Unidos se debilitó aún más de lo esperado y el precio del petróleo fue significativamente más bajo que el del año anterior. La desaceleración en dicho país ha incidido sobre las exportaciones, las importaciones, la producción y el empleo en México.

El entorno menos favorable no impidió que se lograra un importante progreso en el abatimiento de la inflación general y, especialmente, de la subyacente. Si bien el descenso reciente de la inflación ha sido notable, aún existen algunos factores que podrían limitar los avances futuros en este ámbito. Entre estos destacan el incremento de los costos unitarios laborales y expectativas superiores a los objetivos de inflación.

En la actualidad es posible identificar tres áreas principales de incertidumbre en cuanto a las perspectivas de la economía nacional: la posibilidad de que la economía de los Estados Unidos experimente una recesión, una disminución adicional del precio del petróleo y el desenlace de las discusiones relativas a la propuesta de Reforma Fiscal.

A la luz de los riesgos presentes, el Banco de México juzga prudente mantener el sesgo restrictivo de la política monetaria. Ello, con el fin de cumplir con el objetivo de inflación determinado para este año y consolidar la credibilidad en el de mediano plazo.

## II. Evolución Reciente de la Inflación

---

La evolución de los precios durante el primer trimestre de 2001 resultó favorable. Ello, toda vez que la inflación anual retomó su tendencia descendente y la acumulada en el trimestre fue menor que la esperada por los analistas del sector privado al inicio del periodo. Este desempeño se vio influido por la notable disminución que experimentaron los precios de los productos agropecuarios, lo cual constituye un fenómeno de índole transitoria. No obstante lo anterior, la reducción de la inflación en el periodo no se sustentó preponderantemente en fenómenos temporales, ya que la inflación subyacente anual continuó a la baja y al cierre de marzo fue inferior a 6.5 por ciento. La inflación subyacente de mercancías se vio influida favorablemente por la estabilidad del tipo de cambio. A su vez, la desaceleración que está experimentando la economía nacional ha limitado las presiones inflacionarias en el sector de servicios.

El comportamiento de los precios en el trimestre resultó congruente con la trayectoria necesaria para cumplir con el objetivo de alcanzar, en diciembre de 2001, una inflación anual que no exceda de 6.5 por ciento. Cabe destacar que en el primer trimestre de 2001:

- (a) la inflación del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) se redujo apreciablemente en enero y febrero, aunque mostró un ligero repunte en marzo;
- (b) la inflación anual subyacente de mercancías y de servicios continuó con una tendencia decreciente;
- (c) la brecha entre la inflación del INPC y la subyacente se angostó;
- (d) la inflación anual del subíndice de los productos agropecuarios fue significativamente menor que la del INPC;
- (e) las tasas de crecimiento anual de los precios de los servicios educativos y de los bienes administrados y concertados por el sector público continuaron siendo más elevadas que la inflación general. Sin embargo, el incremento anual correspondiente a bienes administrados y concertados, el cual había permanecido relativamente constante durante 2000, disminuyó; y

- (f) la inflación anual medida por el Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) sin petróleo y sin servicios se redujo.

## II.1. Indicadores de Inflación

A continuación se analiza la evolución que tuvieron durante el trimestre enero-marzo de 2001 los distintos índices de precios que calcula el Banco de México.

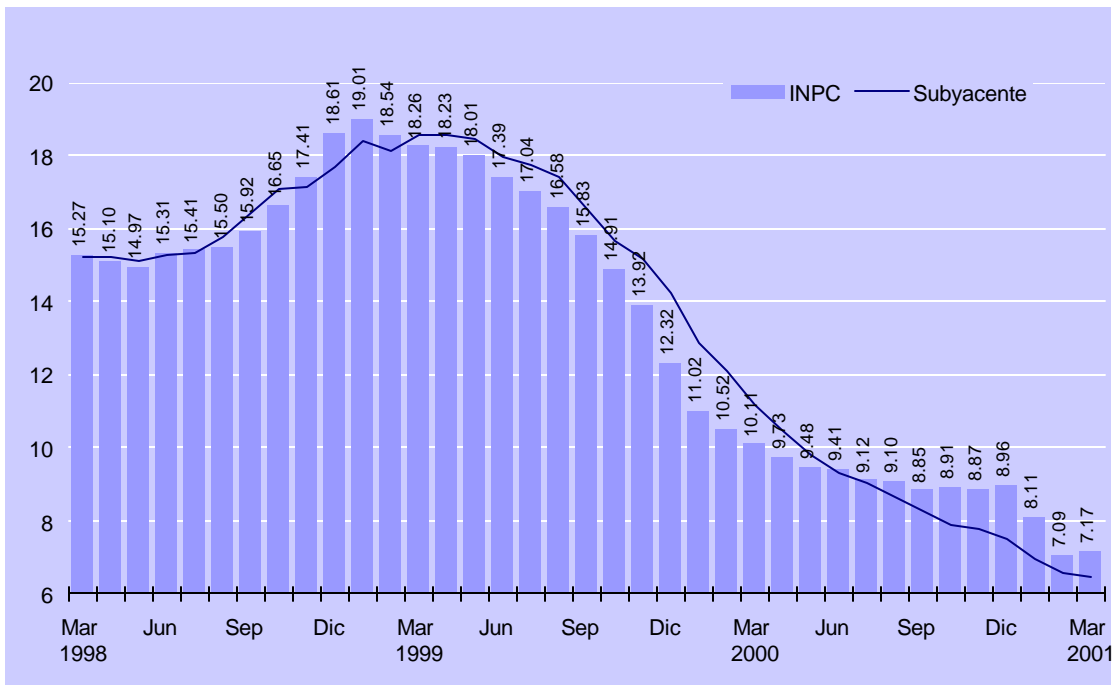
### II.1.1. Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente

En marzo de 2001, la inflación anual medida por el INPC se situó en 7.17 por ciento, lo que implicó una disminución de 1.79 puntos porcentuales con respecto al nivel de diciembre anterior (Gráfica 1). Esto contrasta muy favorablemente con el incremento de 0.11 puntos porcentuales que registró dicho índice en el trimestre octubre-diciembre de 2000.

Gráfica 1

### Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente

Variación anual en por ciento



El periodo enero-marzo de 2001 fue el tercer trimestre consecutivo en el cual la inflación subyacente anual se situó por debajo de la inflación general (Gráfica 1). En marzo la tasa anual de crecimiento del índice de precios subyacente resultó de 6.46 por ciento, mientras que en diciembre anterior había sido de 7.52 por ciento. Esta reducción de 1.06 puntos porcentuales es sustancialmente mayor que las obtenidas en el tercero y cuarto trimestres de 2000.

En el trimestre enero-marzo de 2001 se estrechó la brecha entre la inflación anual del INPC y la inflación subyacente, la cual se había ampliado a partir del tercer trimestre de 2000. Ello fue reflejo de la reversión parcial de fenómenos transitorios que en el último trimestre de 2000 tuvieron un efecto alcista sobre los precios que son excluidos de la medición de la inflación subyacente y que en ese entonces representaron un obstáculo para una disminución más pronunciada de la inflación general. Entre estos factores cabe resaltar el menor crecimiento del subíndice de los precios de los productos agropecuarios. Al cierre del trimestre objeto de este Informe dicho subíndice tuvo un incremento anual de 3.98 por ciento, mientras que en el anterior había sido de 10.07 por ciento (Cuadro 1). Además, también se observó una disminución de la inflación anual de los bienes administrados y concertados por el sector público. En marzo de 2001 dicho subíndice registró un incremento anual de 10.62 por ciento. Este resultado contrasta con lo ocurrido durante 2000, cuando la tasa de crecimiento se mantuvo en alrededor de 12.5 por ciento.

Cuadro 1

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

Por ciento

	Variaciones Anuales			Variaciones Trimestrales		
	Mar 2001/ Mar 2000	Dic 2000/ Dic 1999	Mar 2000/ Mar 1999	Mar 2001/ Dic 2000	Dic 2000/ Sep 2000	Mar 2000/ Dic 1999
	INPC	7.17	8.96	10.11	1.12	2.65
Subyacente	6.46	7.52	11.16	2.20	1.60	3.21
Mercancías	5.66	6.68	10.67	2.01	1.42	3.00
Servicios	7.66	8.77	11.89	2.46	1.87	3.52
Agropecuarios	3.98	10.07	-0.17	-6.33	5.31	-0.84
Educación	14.63	15.16	17.98	1.35	0.09	1.82
Administrados y Concertados	10.62	12.58	12.31	2.15	5.31	3.96

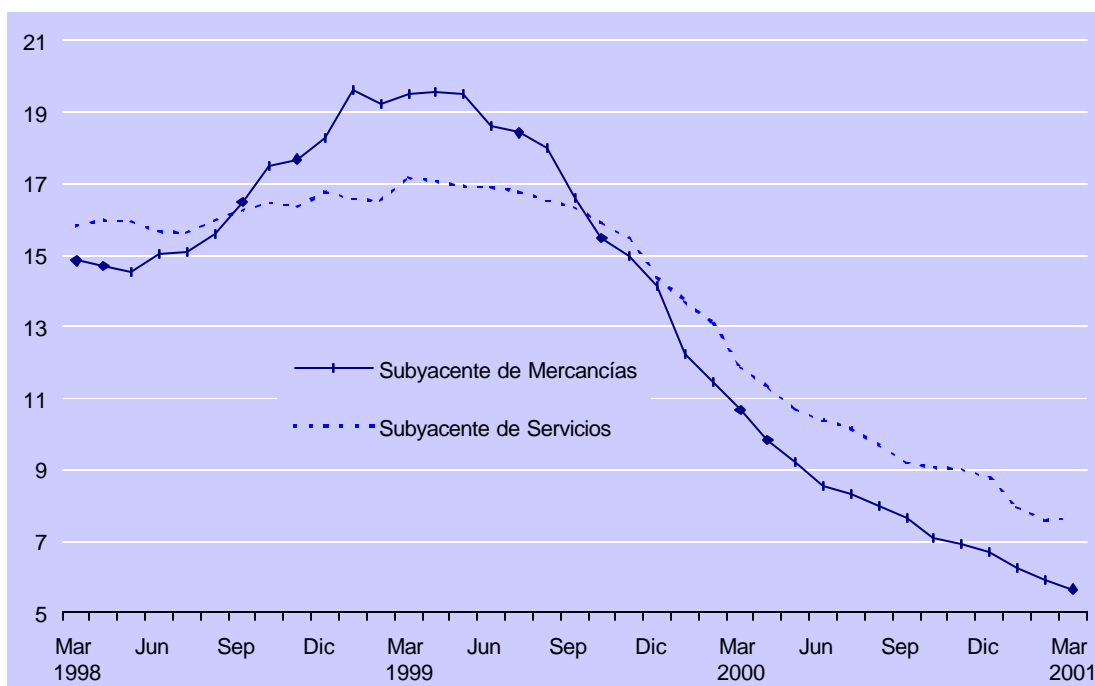
En marzo de 2001 la inflación subyacente anual de las mercancías y de los servicios fue menor que la observada en diciembre del año pasado (Gráfica 2). El incremento anual del

subíndice de precios subyacente de las mercancías pasó de 6.68 por ciento al cierre del trimestre anterior a 5.66 por ciento al final del periodo reportado. Por otra parte, la inflación anual del subíndice de precios subyacente de los servicios se redujo de 8.77 por ciento a 7.66 por ciento en igual lapso. La apreciación del tipo de cambio y la desaceleración que ha experimentado la economía son factores que limitaron las presiones inflacionarias en ambos sectores<sup>1</sup>.

**Gráfica 2**

**Indices Subyacentes de Mercancías y de Servicios**

Variación anual en por ciento



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

Las tasas de crecimiento mensual del INPC en enero y febrero resultaron significativamente menores que las esperadas por los analistas del sector privado al cierre del trimestre previo. Por el contrario, la inflación mensual observada en marzo fue mayor que la prevista (Cuadro 2).

<sup>1</sup> Los precios de las mercancías son muy sensibles a los movimientos del tipo de cambio. Ello, toda vez que, por lo general, éstas se comercian internacionalmente. Por otra parte, los precios de los servicios responden principalmente a las expectativas de inflación y a los salarios, dado que en lo fundamental son no comerciables.

**Cuadro 2**

**Inflación Mensual Observada y Esperada**

Por ciento

	2001		2000	
	Observada	Esperada 1/	Observada	Esperada 1/
Enero	0.55	1.13	1.34	1.56
Febrero	-0.07	0.73	0.89	1.05
Marzo	0.63	0.53	0.55	0.82

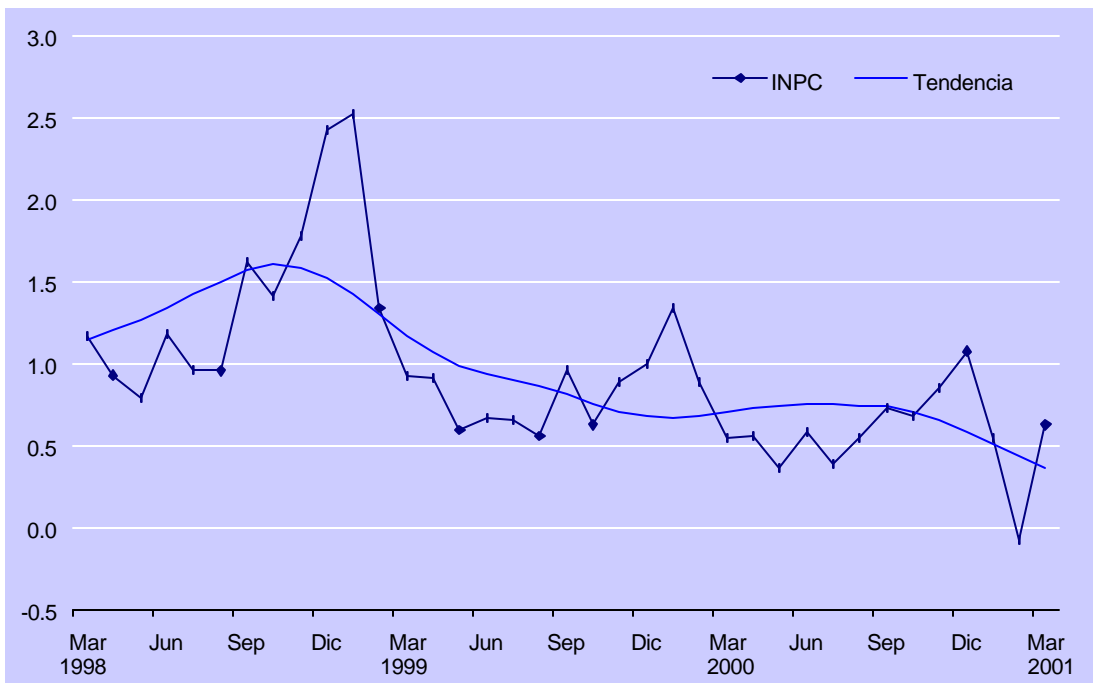
1/ Inflación esperada en diciembre del año previo según la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba el Banco de México.

En enero y febrero del presente año la inflación mensual fue menor que la registrada durante los mismos meses de 2000. Sin embargo, el incremento mensual que tuvieron los precios en marzo de 2001 fue mayor que el correspondiente al mismo mes del año anterior. Este último fenómeno se explica principalmente por el repunte que exhibieron los precios agropecuarios en marzo (1.42 por ciento) después de haber experimentado una disminución de 6.49 por ciento en febrero. Esos resultados son también reflejo de la influencia de factores estacionales. Por otro lado, la serie de tendencia<sup>2</sup> de la inflación mensual sigue en una trayectoria decreciente (Gráfica 3).

**Gráfica 3**

**Índice Nacional de Precios al Consumidor**

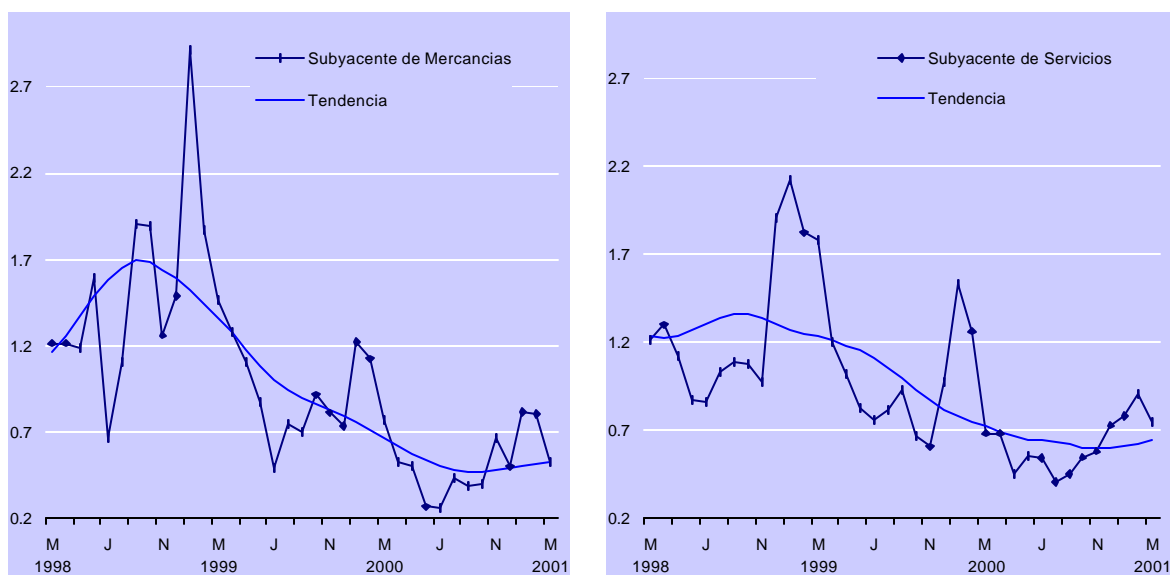
Variación mensual en por ciento



<sup>2</sup> Calculada mediante el procedimiento estadístico denominado X12 ARIMA. Este método suaviza la serie original mediante la utilización de promedios móviles.

En contraste con lo anterior, en marzo la inflación mensual subyacente, tanto de las mercancías como de los servicios disminuyó. Los incrementos de ambos subíndices de precios en enero, febrero y marzo de 2001 fueron inferiores a los que se observaron en los mismos meses del año anterior (Gráfica 4). Destaca el incremento en febrero de la inflación mensual subyacente de los servicios. Este resultado es atribuible principalmente a un cambio en la estacionalidad de los ajustes de precios que tradicionalmente se han llevado a cabo al inicio de cada año. El fenómeno anterior se debe en gran parte a que ante niveles de inflación más bajos ha disminuido la necesidad de revisar los precios desde las primeras semanas del año. En la actualidad los ajustes tienden a distribuirse en períodos más largos. Las series de tendencia de los subíndices subyacentes de las mercancías y de los servicios registraron un ligero incremento con respecto a su nivel del trimestre anterior<sup>3</sup>.

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



<sup>3</sup> Con el procedimiento X12 ARIMA la tendencia inflacionaria se estima como una media móvil de 12 meses centrada en la observación de referencia. Por ejemplo, la tendencia calculada para septiembre de 2000, es el promedio de la inflación mensual registrada de abril de 2000 a marzo de 2001. Por ello, para obtener la tendencia de las últimas observaciones se requiere de pronósticos de inflación para los meses subsiguientes. Estos se obtienen mediante la estimación de un modelo ARIMA y se encuentran muy influidos por los últimos datos de la serie. Como resultado del aumento de la inflación mensual subyacente observado en los últimos meses, las series de tendencia exhiben un ligero sesgo al alza hacia el final del periodo.

### **II.1.3. Índice Nacional de Precios Productor (INPP)**

Las variaciones del INPP sin petróleo y sin servicios pueden ser un indicador adelantado de presiones inflacionarias. Por este motivo es alentador que en el trimestre de estudio, la inflación anual del INPP haya recobrado una trayectoria descendente. La tasa correspondiente a marzo de 2001 fue de 6.94 por ciento. En comparación, en diciembre de 2000 se había ubicado en 7.38 por ciento. Un factor importante que explica la disminución de la tasa de crecimiento de este índice fue la reducción de 15.44 por ciento que presentó el precio del gas natural en el primer trimestre de 2001.

## **II.2. Principales Determinantes de la Inflación**

---

Los principales factores que inciden sobre la evolución de la inflación en México 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 de las frutas y verduras. A fin de profundizar en el análisis de la trayectoria reciente de la inflación, en lo subsiguiente se examinan dichos factores.

### **II.2.1. Entorno Externo y Tipo de Cambio**

Durante el primer trimestre de 2001 la evolución de las variables externas que influyen sobre el comportamiento de la economía mexicana no fue del todo benéfico. Si bien el precio internacional del petróleo en el periodo fue superior al nivel esperado a principios del año, resultó 16 por ciento menor que el prevaleciente en el último trimestre de 2000. La actividad económica en los Estados Unidos continuó deteriorándose, pero sin llegar aún a definirse la magnitud y duración de la desaceleración que sufrirá en 2001. Por otro lado, la crisis cambiaria que afectó a Turquía y la incertidumbre política en Argentina incidieron sobre algunos mercados emergentes. A pesar de lo anterior, la política monetaria restrictiva que viene aplicándose en México y las expectativas favorables sobre la evolución de la economía nacional, coadyuvaron a que la incidencia de estas perturbaciones adversas sobre las variables financieras internas no fuera significativa.

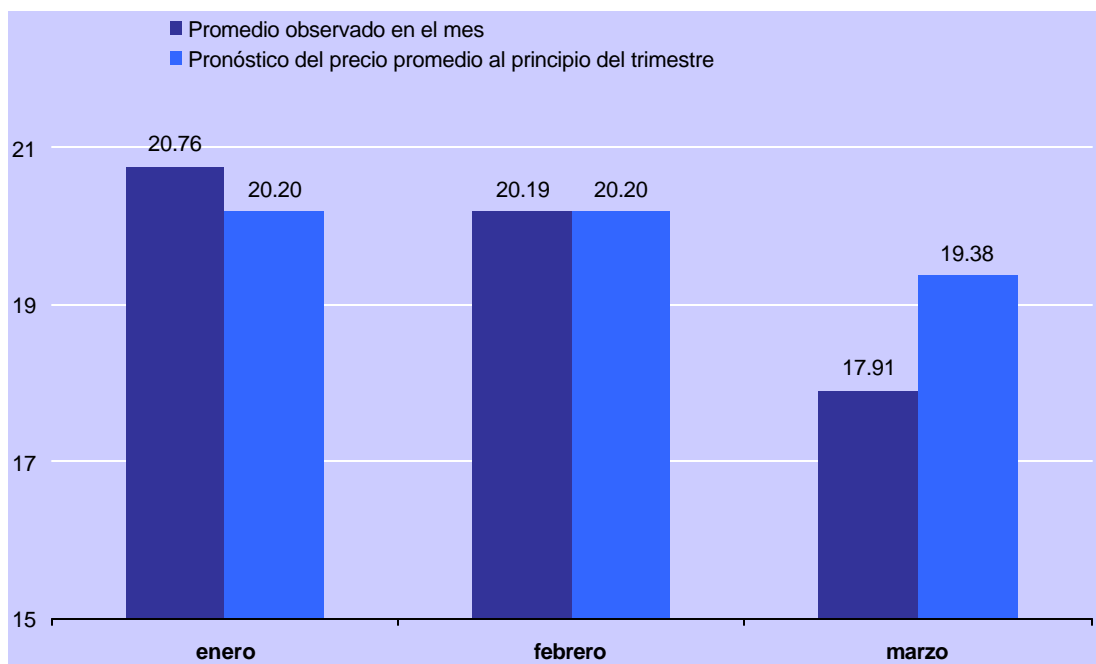


### II.2.1.1. Precio del Petróleo

El precio internacional del petróleo se ubicó en promedio en 28.81 dólares por barril en el periodo enero-marzo de 2001, habiéndose mitigado considerablemente la volatilidad que caracterizó su evolución durante 2000<sup>4</sup>. Esto último es atribuible a la conjunción de dos factores. Primero, a la tendencia a la baja de dicho precio a causa de la desaceleración de la economía de los Estados Unidos, principal consumidor mundial del energético. Segundo, a una mayor frecuencia de los recortes a la producción de los países de la OPEP, mismos que consiguieron que el precio se mantuviera en un intervalo entre 26.02 y 32.24 dólares por barril.

En forma paralela al comportamiento del precio internacional, el de la mezcla mexicana de petróleo de exportación registró la menor volatilidad observada en los pasados cinco trimestres. En el trimestre enero-marzo el precio de la mezcla fue, en promedio, de 19.62 dólares por barril. En enero y febrero el precio promedio fue superior al implícito en los futuros cotizados en diciembre de 2000, mientras que en marzo resultó inferior (Gráfica 5).

**Gráfica 5** Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo de Exportación en 2001  
Dólares por barril



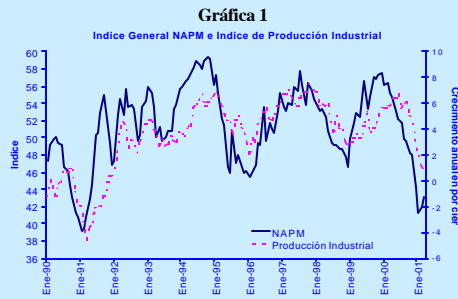
FUENTE: Pemex para el precio observado. El pronóstico del precio del petróleo se elabora con base en el precio del futuro del WTI y su diferencia con el de la mezcla mexicana de exportación de julio a diciembre de 2000.

<sup>4</sup> El precio internacional del petróleo al que se hace referencia es el del West Texas Intermediate (WTI).

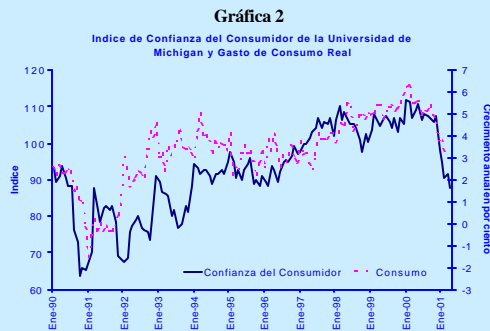
**Evolución de los Principales Indicadores de la Economía de los Estados Unidos**

La desaceleración de la economía de los Estados Unidos ha estado caracterizada por una contracción de la inversión y de la actividad industrial y un debilitamiento del crecimiento del consumo. Aunque la disminución reciente que muestran algunos indicadores del sector industrial es similar a la observada durante la recesión de principios de los años noventa, el consumo, variable que representa más de 60 por ciento de la demanda agregada, aún crece a tasas congruentes con una expansión de la economía. Con la finalidad de ilustrar los factores que mantienen a la economía de los Estados Unidos en expansión, a continuación se analiza el comportamiento de los indicadores de la actividad industrial y del consumo en ese país.

El índice de la producción industrial presentó un incremento en marzo de 2001, interrumpiendo así la serie de resultados negativos registrados a partir de octubre de 2000. Aunque el crecimiento anual de la producción supera aún al observado durante la recesión de principios de los años noventa, otros indicadores ya se encuentran en niveles equivalentes a los prevalecientes entonces (Gráfica 1). Por ejemplo, el Índice de la Encuesta Nacional de Gerentes de Compras (NAPM), un indicador adelantado de la producción industrial, casi completó un año de disminuciones mensuales consecutivas. Sin embargo, en febrero de 2001 finalmente registró un ligero repunte, fenómeno que se repitió en marzo. Desde agosto de 2000 el índice se ha mantenido en un nivel inferior a los cincuenta puntos, valor compatible con una contracción del sector industrial y se sitúa ya muy cerca del mínimo observado durante la referida recesión (Gráfica 1).



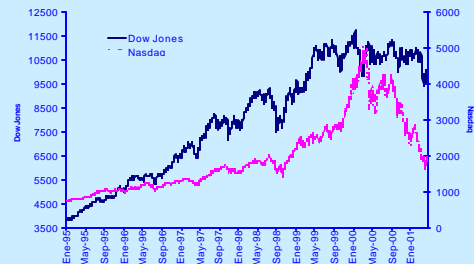
A partir del segundo semestre de 2000 la tasa de incremento anual del consumo se ha reducido prácticamente a la mitad. No obstante, el crecimiento actual resulta similar al promedio de los últimos diez años (Gráfica 2). Además, esta tasa es aún muy superior a la que prevaleció durante la mencionada recesión.



El índice de confianza del consumidor ha mantenido a lo largo del tiempo una alta correlación con el crecimiento real del consumo y es un indicador oportuno de éste. Dicho índice alcanzó un valor máximo en enero de 2000, habiendo acumulado, a partir de noviembre de ese año, tres disminuciones consecutivas que suman 17 puntos (Gráfica 2). En marzo de 2000 éste índice mostró un ligero aumento, mismo que se revirtió durante abril.

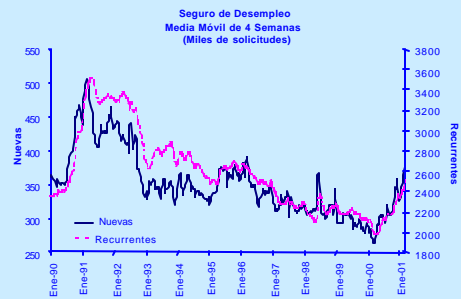
Entre los factores que contribuyen a explicar el menos vigoroso crecimiento del consumo destaca la disminución sufrida por el valor de las acciones de las empresas del sector de tecnología y de los índices de valores más amplios que ha tenido lugar desde marzo de 2000. A partir de esa fecha, el ajuste a la baja de más de 60 por ciento del índice NASDAQ ha estado acompañado de una caída de 20 por ciento del índice Dow Jones (Gráfica 3) y de 25 por ciento del índice Wilshire 5000.

**Gráfica 3**  
Indices Dow Jones y Nasdaq



La evolución del empleo es otro factor que contribuye a explicar el desempeño reciente del consumo agregado en los Estados Unidos. En abril de 2000 las solicitudes de seguro de desempleo alcanzaron un nivel mínimo de 262 mil, habiendo aumentado a partir de entonces hasta llegar a un máximo en diciembre (Gráfica 4). Aunque éste indicador osciló en enero y febrero de 2001, en marzo superó el máximo alcanzado en el trimestre anterior. Si bien es cierto que el nivel actual es mayor que el del pasado reciente, todavía se encuentra muy por debajo de las cifras registradas durante la recesión de principio de los años noventa.

**Gráfica 4**



Del análisis anterior se puede concluir que el desempeño futuro de la economía de los Estados Unidos dependerá de manera crucial del crecimiento de la demanda de bienes de consumo. Debido a que la evolución de este agregado está ligada a la del empleo y de la bolsa de valores, el seguimiento de estos indicadores resultará importante para evaluar las perspectivas de crecimiento económico en el futuro inmediato.

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

La expansión experimentada por la economía de los Estados Unidos durante el cuarto trimestre de 2000 resultó de uno por ciento<sup>5</sup>, el más reducido para cualquier trimestre en los últimos cinco años. Ello estuvo precedido por crecimientos de 4.8, 5.6 y 2.2 por ciento en los trimestres anteriores. De estas cifras se desprende que la economía de los Estados Unidos se ha desacelerado en forma notable.

La fuerte inversión en bienes y servicios de tecnología que tuvo lugar en los últimos años en los Estados Unidos, eventualmente ocasionó una contracción en la demanda de estos productos. Este fenómeno generó un ajuste a la baja en las ventas, las utilidades y los flujos de inversión hacia el sector productor de tecnología. Lo anterior propició una caída del precio de las acciones de las empresas de este sector, efecto que se diseminó al resto de la economía a través de una expansión más lenta del consumo agregado. Ello incidió desfavorablemente sobre las utilidades corporativas en la industria manufacturera y sobre la bolsa de valores, provocando reducciones de la producción industrial y de la inversión. En suma, la desaceleración de la actividad económica en los Estados Unidos ha estado caracterizada por una moderación del crecimiento del consumo, acompañada por una contracción de la inversión y de la producción industrial. El negativo desempeño de estas últimas dos variables se acentuó durante el trimestre enero-marzo. Sin embargo, el gasto en consumo, que representa más de 60 por ciento de la demanda agregada en los Estados Unidos, continúa aumentando, a tasas anuales de entre 2 y 3 por ciento, por lo que todavía contribuye al crecimiento económico.

A principios del trimestre se dieron a conocer indicadores que confirmaban la agudización de la desaceleración económica en los Estados Unidos. Así, al comienzo de enero se reportó una reducción adicional en el nivel del Índice de la Encuesta de la Asociación Nacional de Gerentes de Compras (NAPM), un indicador adelantado de la actividad industrial, así como una disminución significativa del crecimiento de las ventas de automóviles durante diciembre. Estos reportes sugerían un deterioro general de la actividad manufacturera, percepción que fue validada a mediados de mes por el indicador de la producción industrial. La desaceleración del sector industrial ha estado asociada a expectativas pesimistas en cuanto a las utilidades corporativas y al crecimiento del consumo. Aunque el retroceso de

---

<sup>5</sup> Crecimiento trimestral anualizado de las cifras desestacionalizadas.

la actividad manufacturera prosiguió durante febrero y marzo, hecho que se reflejó en un aumento de la tasa de desempleo en dichos meses, esto no tuvo un impacto severo sobre el gasto en consumo. El crecimiento de este último agregado continuó durante enero y febrero, y sus indicadores adelantados no se afectaron significativamente durante el trimestre. Las ventas departamentales mostraron un comportamiento irregular y el índice de confianza del consumidor, el cual había venido disminuyendo desde noviembre pasado, mostró una ligera mejoría en marzo.

La merma de las utilidades corporativas reportadas durante el trimestre, la caída del mercado de valores y la desaceleración de la actividad industrial, a través de su efecto conjunto sobre el empleo, han aumentado la probabilidad de que disminuya aún más la expansión del consumo. Esto ha dado lugar en los pasados tres meses a una drástica corrección de los pronósticos de crecimiento para 2001. Al momento de publicar el presente Informe, las expectativas de los analistas recabadas en la encuesta que levanta el Banco de México es que la tasa de crecimiento económico en los Estados Unidos en 2001 será de 1.8 por ciento<sup>6</sup>.

Al reconocer que las condiciones económicas se habían deteriorado durante las últimas semanas del año pasado, el 3 de enero de 2001 la Reserva Federal anunció, fuera del calendario preestablecido para las reuniones del Comité de Mercado Abierto, una disminución de 50 puntos base en la tasa objetivo de los fondos federales. Dicha acción fue seguida por una baja de igual magnitud el último día de enero y de una reducción adicional de 50 puntos base en la tercera semana de marzo. Así, el banco central de los Estados Unidos decretó en los primeros tres meses del año un recorte acumulado de 150 puntos base en la tasa de fondos federales<sup>7</sup>. El debilitamiento de las presiones inflacionarias y la expectativa de un relajamiento aún mayor de la política monetaria, ocasionaron descensos de las tasas de interés de corto, mediano y largo plazos durante el periodo enero-marzo.

En resumen, durante el trimestre, los principales agregados macroeconómicos de la economía de los Estados Unidos exhibieron comportamientos diferenciados. Por un lado, la inversión y la producción industrial presentaron claros síntomas

---

<sup>6</sup> El "Consensus Forecast" pronostica una expansión del PIB real de los Estados Unidos en el año 2001 de 1.7 por ciento. Sin embargo, las principales corredurías estiman un crecimiento aún menor. A la fecha, el promedio de los pronósticos de crecimiento para 2001 de Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley y Deutsche Bank es de 1.1 por ciento.

<sup>7</sup> En fecha posterior al cierre del trimestre, el 18 de abril, la Reserva Federal redujo la tasa de fondos federales en 50 puntos base.

recesivos. Por otro, si bien el consumo fue menos vigoroso, continuó expandiéndose. El balance de estas tendencias se deterioró durante el periodo enero-marzo, conduciendo a revisiones a la baja en las expectativas de crecimiento económico y a aumentos en la probabilidad de que dicha economía sufra una recesión.

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

La evolución de las economías del resto del mundo durante el trimestre enero-marzo de 2001 estuvo dominada por el efecto de la desaceleración en los Estados Unidos. En la zona del euro continuó un ritmo de expansión más lento durante la segunda mitad de 2000. Así, para 2001 se espera actualmente un crecimiento en la Unión Europea de 2.3 por ciento, menor que el de 3.4 por ciento alcanzado el año anterior. No obstante que a principios del trimestre el euro se recuperó con respecto al dólar, el deterioro de las perspectivas económicas de Europa revirtió dicha tendencia. Ello, aunado a un precio de los energéticos todavía elevado, llevó al Banco Central Europeo a mantener sin cambio el objetivo para su tasa de interés de corto plazo.

Ante la evidencia de un crecimiento negativo durante el tercer trimestre de 2000, el Banco de Japón decretó en febrero recortes a la tasa oficial de descuento, llevándola a cero en marzo. La actividad económica más débil ha puesto en tela de juicio el crecimiento de 1.2 por ciento estimado por el gobierno de ese país para 2001. Lo anterior, junto con el desempeño decepcionante de la bolsa de valores y la oleada de reestructuraciones corporativas, mantiene al consumo creciendo a tasas cercanas a cero. Esto recrudeció los cuestionamientos relativos a la solidez del sistema bancario y dio lugar a una reducción en la calificación de su deuda soberana por parte de Standard & Poor's (de AAA a AA+). Por otro lado, las naciones recientemente industrializadas de Asia han sido las más afectadas por el deterioro de las perspectivas en el sector tecnológico de la economía de los Estados Unidos. Lo anterior ha causado una severa caída en el crecimiento de sus exportaciones.

En Latinoamérica la desaceleración económica en los Estados Unidos y la compleja situación de Argentina han incidido adversamente sobre las perspectivas de la región. La economía de Argentina ha sido afectada desfavorablemente por la pérdida de competitividad de su sector productivo asociada a tres factores causales: la devaluación del real brasileño, la reducción del precio de las materias primas y la apreciación del dólar. En octubre

pasado el gobierno argentino solicitó el apoyo del Fondo Monetario Internacional ante sus dificultades para solventar sus obligaciones externas. Una vez restaurada la calma en los mercados de capital, se esperaba que a principios de 2001 la disminución de la tasa de interés externa y la devaluación del dólar respecto al euro propiciaran una reacción favorable de la actividad económica en ese país sudamericano. Al no ocurrir ésta y al empeorar la situación fiscal, la renuncia del entonces ministro de economía llevó al gobierno a proponer la adopción de un nuevo plan de austeridad. La reacción del Congreso argentino ante las medidas de recorte del gasto público no fue favorable y ello desencadenó una crisis política que inquietó nuevamente a los mercados. La subsecuente sustitución del ministro de economía, a tan sólo 14 días de su designación, y una mejor recepción por parte del Congreso del plan económico de emergencia propuesto por el nuevo ministro, han sido elementos coadyuvantes de una mitigación de la incertidumbre en los mercados de capital.

En cuanto a Brasil, su economía se ha debilitado ante un entorno externo que se tornó desfavorable. La desaceleración en los Estados Unidos y la crisis de Argentina han provocado un flujo de inversión extranjera directa menos cuantioso, una caída de las exportaciones y un deterioro de la percepción del riesgo país. Lo anterior se ha reflejado en una depreciación de la moneda, cuya cotización superó en marzo los dos reales por dólar, valor no observado desde octubre de 1999.

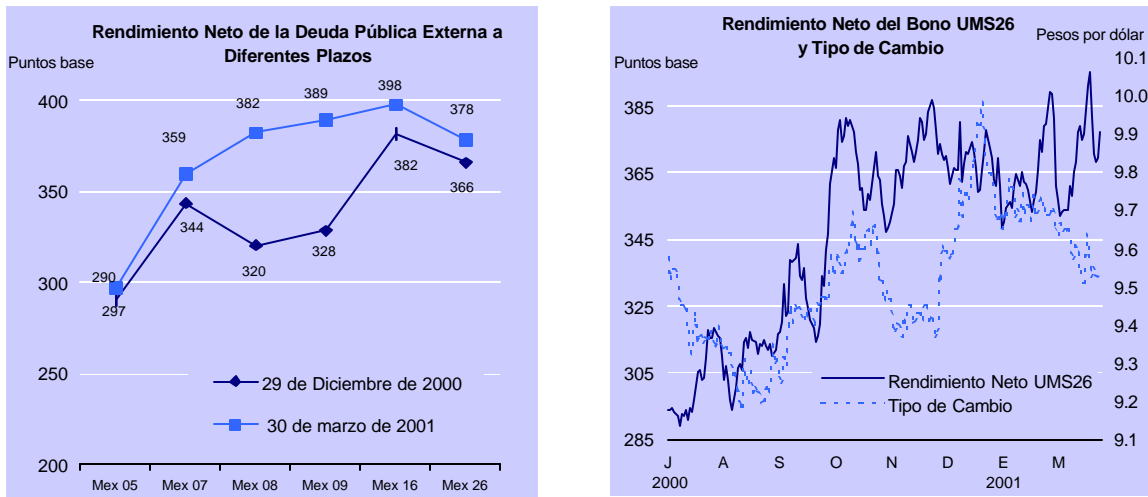
Finalmente, en Chile el menor aumento de sus exportaciones a causa de la situación en Asia ha empañado las perspectivas de crecimiento económico para el año.

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

La desaceleración de la actividad económica en los Estados Unidos y la caída del precio del petróleo han provocado una disminución del ritmo de expansión de las exportaciones mexicanas. El efecto de este fenómeno sobre los resultados de las cuentas externas de México ha sido atenuado por la importante desaceleración de las importaciones. El menor crecimiento en los Estados Unidos se ha reflejado en México en un debilitamiento significativo de la actividad económica y en un mayor déficit de la cuenta corriente. Este último pudo ser financiado con holgura y sin presionar al tipo de cambio debido a que en el trimestre enero-marzo los flujos de capital del exterior hacia México, particularmente de inversión extranjera directa, fueron

sustancialmente mayores que los registrados durante el mismo periodo en los últimos seis años. Asimismo, la mayor disponibilidad de recursos externos contribuyó a que los eventos que dieron lugar a un deterioro de la percepción del riesgo país de las economías emergentes no afectaran significativamente al tipo de cambio del peso. Así, durante la tercera semana de febrero la crisis cambiaria sufrida por Turquía propició un aumento de alrededor de 30 puntos base en el rendimiento del bono UMS26, habiéndose mantenido la paridad del peso relativamente estable durante el episodio. De manera análoga, hacia mediados de marzo la crisis política de Argentina causó un incremento transitorio del rendimiento del bono mexicano y del tipo de cambio (Gráfica 6).

**Gráfica 6** Indicadores del Riesgo País y Tipo de Cambio



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

El comportamiento estable de las variables financieras de México ante un entorno externo que empeoró durante el trimestre, puede explicarse por la combinación de tres factores. En primer lugar, la percepción favorable de los mercados financieros respecto al compromiso del gobierno con la estabilidad macroeconómica se ha consolidado y los inversionistas le asignan una probabilidad elevada a que el H. Congreso de la Unión dará su aprobación a la Reforma Fiscal. En tal caso, anticipan que Standard & Poor's otorgaría sin mayor demora la calificación de grado de inversión a la deuda soberana de México. En segundo lugar, el diferencial positivo que existe entre el rendimiento de los activos nacionales denominados en pesos y los denominados en moneda extranjera. Finalmente, la desaceleración de la demanda interna mayor que la anticipada tuvo como consecuencia que la ampliación del déficit comercial en el periodo haya sido moderada.

Al cierre de marzo de 2001, el tipo de cambio nominal del peso se cotizó en 9.47 pesos por dólar, lo cual implicó una apreciación de 1.9 por ciento con respecto a su nivel al inicio del trimestre. Durante enero, la agudización de la incertidumbre relativa a la gravedad de la desaceleración económica en los Estados Unidos provocó una depreciación, la cual ubicó la paridad por encima del nivel esperado por los analistas del sector privado a finales de 2000. Sin embargo, en respuesta a un mayor flujo de capital del exterior y al repunte del precio internacional del petróleo, en febrero el tipo de cambio se apreció. En marzo tuvo lugar una ligera apreciación adicional de la moneda mexicana, llevándola a un nivel más bajo que el anticipado por los analistas al inicio del trimestre

Debido a que el mayor déficit de la cuenta corriente se financió con holgura, la desaceleración económica que ha tenido lugar en los Estados Unidos no ha inducido una depreciación de la moneda, como se anticipaba al inicio del año. Así, por este canal no se han generado presiones inflacionarias adicionales.

## **II.2.2. Remuneraciones, Salarios y Empleo**

La evolución de las remuneraciones, los salarios y el empleo incide de manera importante sobre la inflación. A continuación se presenta una reseña de la trayectoria de dichas variables durante el primer trimestre de 2001.

### **II.2.2.1. Remuneraciones**

En enero de 2001, las remuneraciones nominales por trabajador en los sectores para los cuales se cuenta con información aumentaron a tasas anuales que se encuentran en un intervalo entre 8.8 y 15.8 por ciento. En dos de esos sectores, la variación real anual de las remuneraciones durante el mes referido fue superior o igual a 5.8 por ciento (Cuadro 3).



**Cuadro 3 Remuneraciones por Trabajador**  
Variación anual en por ciento

	Nominal							Real						
	2000						2001	2000						2001
	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene
Industria Manufacturera	14.2	20.7	14.5	14.7	15.8	14.6	15.8	4.6	10.6	5.2	5.3	6.4	5.1	7.1
Industria Maquiladora	16.9	21.7	14.5	17.1	19.8	15.2	14.4	7.1	11.5	5.2	7.5	10.0	5.8	5.8
Industria de la Construcción	5.6	12.5	16.5	10.5	11.3	n.d.	n.d.	-3.2	3.1	7.1	1.5	2.2	n.d.	n.d.
Sector Comercio	13.4	19.5	16.5	15.9	18.9	16.1	8.8	4.0	9.6	7.0	6.5	9.2	6.5	0.7

FUENTE: Elaborado con información del INEGI.

Durante el cuarto trimestre de 2000, únicamente en la industria maquiladora no se registró alguna variación mensual negativa del producto por trabajador. Salvo en el sector comercio, en enero el crecimiento del producto por trabajador fue inferior al de las remuneraciones reales.

El incremento de los salarios reales por encima del aumento de la productividad se traduce en la elevación de los costos unitarios de la mano de obra. En el cuarto trimestre de 2000 y en enero de 2001 su tasa de incremento se mantuvo en niveles elevados en la mayoría de los sectores de la producción. En el caso del sector comercio, el crecimiento promedio de dicha variable resultó en el bimestre noviembre-diciembre de 10.1 por ciento. Sin embargo, mostró una reducción en enero (Cuadro 4).

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

	Producto por Trabajador							Costos Unitarios de la Mano de Obra						
	2000						2001	2000						2001
	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene
Industria Manufacturera	4.8	7.1	5.3	7.8	5.3	-1.1	3.3	-0.2	3.3	-0.1	-2.3	1.0	6.3	3.7
Industria Maquiladora	-0.6	6.0	-2.1	1.7	2.6	3.4	1.3	7.7	5.2	7.4	5.8	7.2	2.3	4.5
Industria de la Construcción	-3.8	6.5	-0.1	-7.7	-5.2	n.d.	n.d.	0.6	-3.2	7.1	9.9	7.9	n.d.	n.d.
Sector Comercio	3.3	6.8	4.1	4.1	0.1	-4.2	1.2	0.7	2.6	2.8	2.3	9.1	11.2	-0.5

FUENTE: Elaborado con información del INEGI.

En 1999 y parte de 2000, los aumentos en los salarios reales fueron compensados por incrementos en la productividad, por lo que los costos unitarios laborales no se incrementaron de manera significativa. En contraste, recientemente se ha observado

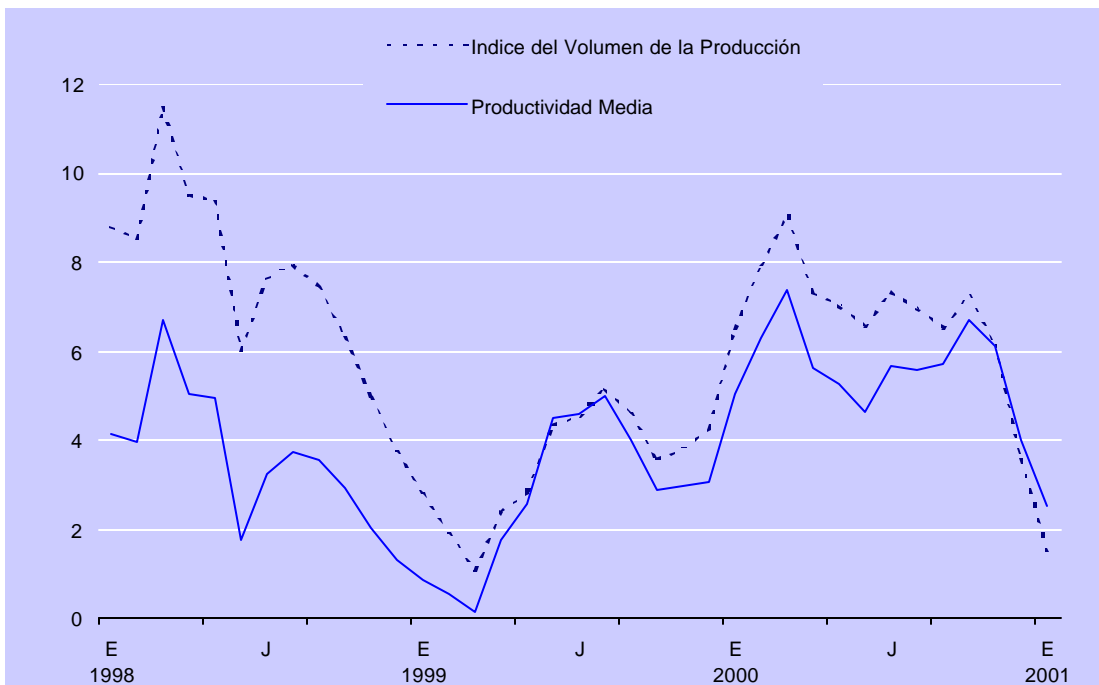
una reducción importante en el crecimiento del producto por trabajador. Por ello, el aumento de la productividad no ha sido suficiente para compensar los incrementos registrados por el salario real.

La productividad del trabajo se encuentra altamente correlacionada con el ciclo económico. Esto se debe a que, usualmente, ante una desaceleración de la actividad económica, las empresas no ajustan de inmediato su planta laboral. La caída del crecimiento de la producción es, por lo general, mayor que la reducción del número de empleados y ello se traduce en una menor productividad de los trabajadores. Hay evidencia de que dicho fenómeno está ocurriendo actualmente en México. Por ejemplo, datos recientes indican una baja sensible en el ritmo de actividad de la industria manufacturera. No obstante lo anterior, el empleo en dicho sector no se ha afectado de manera paralela. Por ello, la disminución de la productividad en esa industria ha sido considerable (Gráfica 7).

**Gráfica 7**

**Producción y Productividad Media de la Industria Manufacturera No Maquiladora**

Variación anual en por ciento del promedio móvil de 3 meses



FUENTE: INEGI.

De mantenerse la tendencia reportada del salario real, los costos unitarios de la mano de obra aumentarían al no ser compensados por ganancias en la productividad. En un entorno de

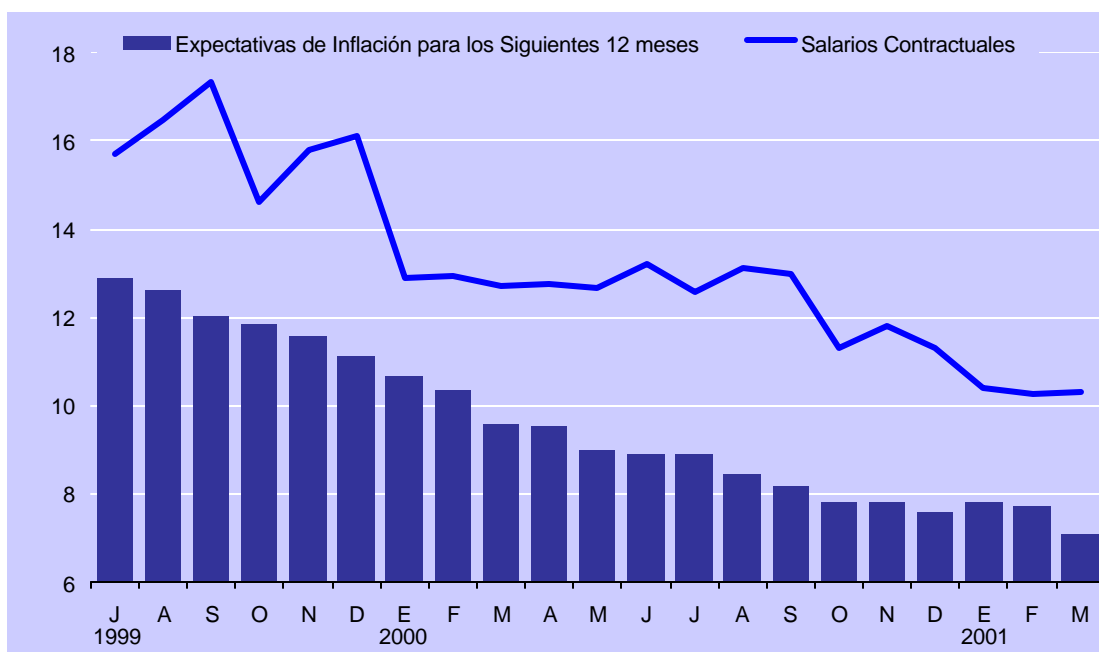
desaceleración económica, esto podría repercutir eventualmente en un crecimiento más lento, e incluso una contracción, del empleo, así como en mayores presiones inflacionarias.

### II.2.2.2. Salarios Contractuales

En el primer trimestre del año la tasa de crecimiento nominal promedio de los salarios contractuales se redujo de 11.5 por ciento en el cuarto trimestre de 2000 a 10.3 por ciento en enero-marzo de 2001. Sin embargo, durante el trimestre el diferencial entre la tasa de incremento nominal de dichos salarios y el objetivo de inflación para el cierre del año fue todavía muy amplio. Asimismo, la brecha entre la tasa de aumento de los salarios contractuales y la inflación esperada por los analistas para los siguientes doce meses sigue siendo muy significativa (Gráfica 8).

**Gráfica 8 Salarios Contractuales e Inflación Esperada para los Sigüientes 12 Meses**

Variación anual en por ciento



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

La evolución de los salarios contractuales en el sector de las manufacturas durante el primer trimestre de 2001 revela que sus aumentos se han estabilizado en una tasa cercana a 11 por ciento. En otros sectores el aumento salarial promedio se redujo tres

puntos porcentuales, al pasar de 12.9 por ciento en diciembre de 2000 a 9.9 por ciento en marzo de 2001 (Cuadro 5).

La resistencia a la baja que exhibió el crecimiento nominal de los salarios contractuales durante 2000 y, en menor medida, durante el primer trimestre de 2001 merecen atención cuidadosa. Aun con la moderación reciente, el incremento real esperado para dichos salarios probablemente se encuentre por encima del crecimiento factible de la productividad de la mano de obra en 2001. En consecuencia, es probable que los costos unitarios laborales continúen al alza.

Los efectos negativos sobre el empleo de aumentos del salario real incompatibles con el nivel de la productividad de mediano plazo se ven reforzados por otros dos factores: la desaceleración de la economía de los Estados Unidos y la inversión menos vigorosa en México. Esto se debe a que en un contexto de menor actividad económica los productores enfrentan mayores dificultades para trasladar los aumentos de sus costos de producción al precio final de sus artículos. Por tanto, en el mediano plazo el ajuste ante costos de producción más elevados tendería a darse a través de una reducción del empleo y de las utilidades de las empresas.

Cuadro 5

### Salarios Contractuales por Sectores

Variación anual en por ciento

	2000						2001		
	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar*
Manufacturas	12.5	13.9	13.1	12.7	13.3	10.8	11.1	10.7	10.8
Otros Sectores	13.8	12.2	12.9	11.2	11.4	12.9	10.0	9.8	9.9

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

\*Información preliminar.

### II.2.2.3. Empleo

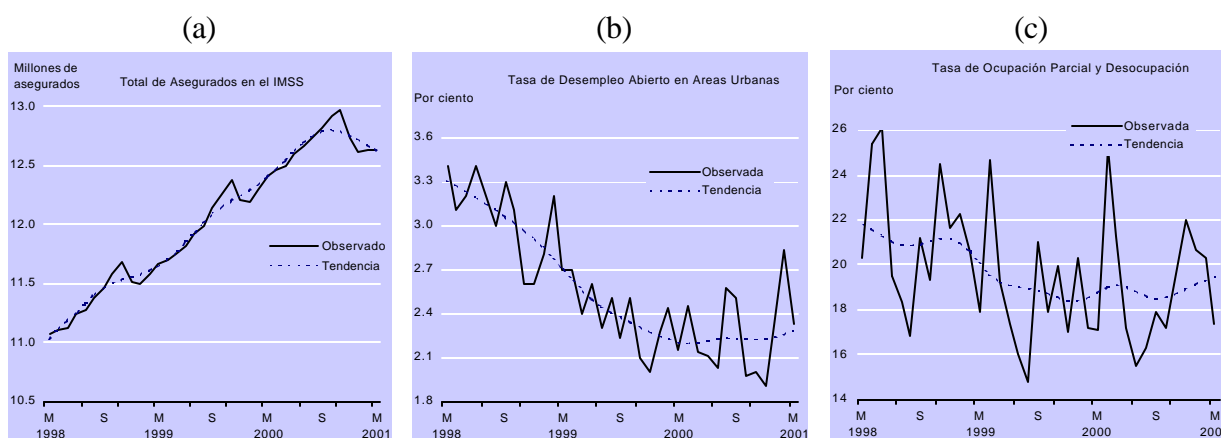
Al cierre del primer trimestre de 2001, el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se redujo en aproximadamente 97 mil personas con relación a su nivel de diciembre del año previo<sup>8</sup> (Gráfica 9a). Asimismo, de noviembre de 2000 a marzo de 2001 se observó una caída del empleo de 2.5 por ciento. Si bien esta reducción obedeció en parte a factores estacionales, ha sido la más pronunciada de los últimos cinco años. A partir de enero de 2001 el nivel de la ocupación se ha mantenido prácticamente estancado. En particular,

<sup>8</sup> Estimación con base en información preliminar del IMSS.

el crecimiento entre el cierre de enero y el de marzo de los asegurados permanentes en el IMSS fue de sólo 0.2 por ciento.

En marzo la tasa de desempleo abierto se situó en 2.3 por ciento, 0.4 puntos porcentuales por encima de su valor en diciembre del año pasado. Dicha tasa disminuyó de febrero a marzo por factores estacionales, ya que en sus datos desestacionalizados mantuvo la tendencia al alza que ha mostrado desde enero del presente año (Gráfica 9b). En cuanto a la tasa de ocupación parcial y desocupación, desde septiembre de 2000 ésta ha registrado un incremento significativo. Dicha tasa pasó de 17.2 por ciento en junio de 2000 a un promedio mayor que 19 por ciento durante el primer trimestre de 2001 (Gráfica 9c). Este movimiento alcista se ha visto reflejado en la serie de tendencia correspondiente, misma que ha aumentado ininterrumpidamente desde octubre del año anterior.

**Gráfica 9** **Indicadores de Empleo y Desempleo**  
Series de Tendencia



FUENTE: IMSS e INEGI.

### II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas

En el cuarto trimestre de 2000 continuó la desaceleración de la oferta interna y ya se observó una clara reducción en el crecimiento de todos los componentes de la demanda agregada. La pérdida de vigor tanto de la oferta como de la demanda agregadas se hace aún más patente en las tasas de incremento trimestral de los datos desestacionalizados. La desaceleración experimentada por la demanda interna en el cuarto trimestre constituye la primera señal de que podría haber comenzado a restablecerse el equilibrio entre la expansión de la demanda y de la oferta internas.

El comportamiento de la demanda agregada en el cuarto trimestre de 2000 fue reflejo de un debilitamiento generalizado de todos sus componentes. Destaca la pérdida de fortaleza del gasto público, tanto de consumo como de inversión. Ello se debió, en alguna medida, a la calendarización de las erogaciones que se adoptó en 2000, las cuales estuvieron relativamente concentradas en el primer semestre del año. Por otro lado, las tasas de crecimiento anual del consumo y de la inversión del sector privado en el periodo se redujeron en casi tres puntos porcentuales. La desaceleración experimentada por el gasto privado respondió a la disminución de la tasa de incremento del producto, misma que se vio reflejada en condiciones menos apretadas en el mercado laboral y en una menor creación de empleos en los últimos meses de 2000. En el cuarto trimestre la brecha entre el crecimiento del producto y del gasto del sector privado se cerró significativamente.

La tasa de crecimiento del PIB experimentó una reducción adicional en el cuarto trimestre de 2000, la cual resultó menos pronunciada que la de la demanda interna. Como resultado de ello, el incremento de las importaciones se atenuó en mayor medida que el de las exportaciones.

Cuadro 6

**Demanda y Oferta Agregadas en 2000**

Variación real anual en por ciento

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

FUENTE: INEGI.

Para analizar la desaceleración que está experimentando la economía mexicana, resulta conveniente estudiar la evolución de los principales componentes de la oferta y demanda agregadas ajustando por factores estacionales. De este análisis se desprende que en el caso del gasto privado (consumo más inversión) las tasas de crecimiento trimestral han sido más bajas en los últimos dos trimestres. Cabe subrayar el hecho de que en el último trimestre del año pasado dichas tasas trimestrales del consumo y de la inversión

desestacionalizadas fueron prácticamente nulas y similares a la del producto.

La información preliminar sobre la evolución de la demanda y de la oferta agregadas en el primer trimestre de 2001, sugiere que las tendencias observadas en los últimos meses de 2000 se acentuaron.

Por un lado, la demanda interna ha seguido debilitándose. Esta conclusión se apoya en la siguiente información:

- (a) Los principales indicadores del gasto de consumo privado muestran un ritmo de expansión más lento. En febrero las ventas de las tiendas de la ANTAD crecieron a una tasa real anual de 6.1 por ciento, la cual fue inferior a la de enero (8.2 por ciento) y a la de diciembre (11.4 por ciento). En sus datos desestacionalizados, en febrero las ventas referidas disminuyeron 0.5 por ciento con respecto a su nivel del mes previo. Asimismo, la información a enero relativa a las ventas de los establecimientos comerciales, elaborada por el INEGI, muestra que en sus datos desestacionalizados las de mayoreo llevan varios meses en desaceleración mientras que las de menudeo se encuentran estancadas. Finalmente, en febrero las ventas de algunos bienes de consumo duradero, como estufas, lavadoras, refrigeradores y automóviles mostraron una pérdida de fortaleza.
- (b) La tasa de crecimiento anual de las importaciones de bienes de consumo disminuyó, de 33.8 por ciento en el último trimestre de 2000 a 29.1 por ciento en el primer trimestre de 2001.
- (c) La tasa de aumento anual de las importaciones de bienes de capital disminuyó de 21.7 por ciento en el cuarto trimestre de 2000 a 7.5 por ciento en el trimestre enero-marzo.
- (d) En enero, la inversión fija bruta registró una tasa de incremento anual de 0.4 por ciento, la más baja de los últimos 27 meses.

El Banco de México estima que en el primer trimestre de 2001 las tasas de crecimiento anual del consumo privado y de la inversión total hayan sido de 5 y 1.2 por ciento, respectivamente. Lo anterior sería congruente con una expansión de alrededor de 3 por ciento de la demanda agregada.

Por otro lado, la información disponible también muestra que el producto ha continuado desacelerándose en 2001:

- (a) La tasa de incremento anual del Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) se redujo de 4.8 por ciento en el cuarto trimestre de 2000 a 3.2 por ciento en enero. En sus datos desestacionalizados el IGAE mostró en enero una ligera variación positiva respecto a su nivel del mes precedente.
- (b) La producción industrial ha sufrido una notoria desaceleración. Al respecto, su tasa de crecimiento anual pasó de niveles superiores a 5.8 por ciento en el periodo mayo-octubre de 2000 a 4.6, -0.4, 1.9 y -3.7 en noviembre, diciembre, enero y febrero respectivamente.

Tomando en consideración lo anterior, el Banco de México estima que el crecimiento anual del PIB en el primer trimestre podría ser de 2 por ciento y de aproximadamente 3 por ciento para el año.

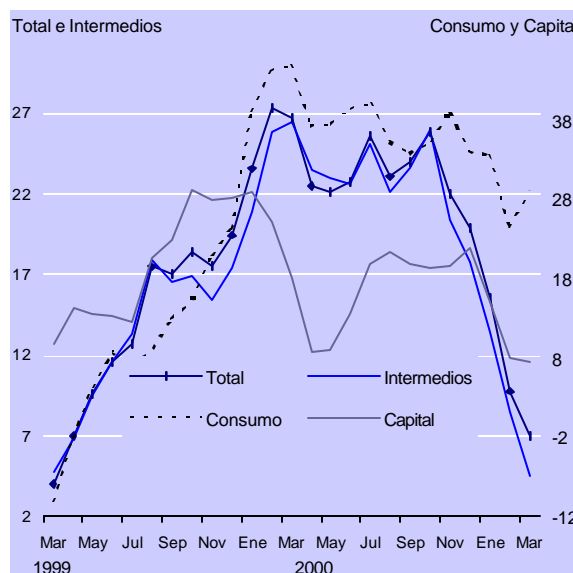
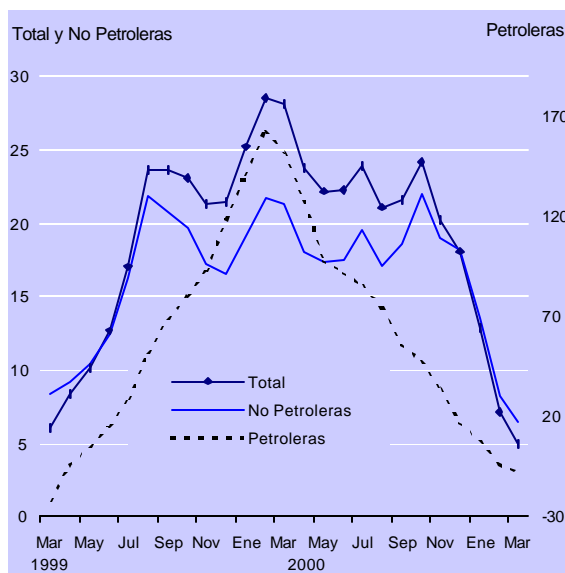
**Gráfica 10**

**Exportaciones e Importaciones**

Variación anual en por ciento del promedio móvil de 3 meses

**Exportaciones**

**Importaciones**



La rápida desaceleración que han exhibido la demanda y la oferta internas es un claro reflejo del importante impacto que el debilitamiento de la actividad económica en los Estados Unidos ha tenido sobre la economía nacional. El efecto directo de dicho



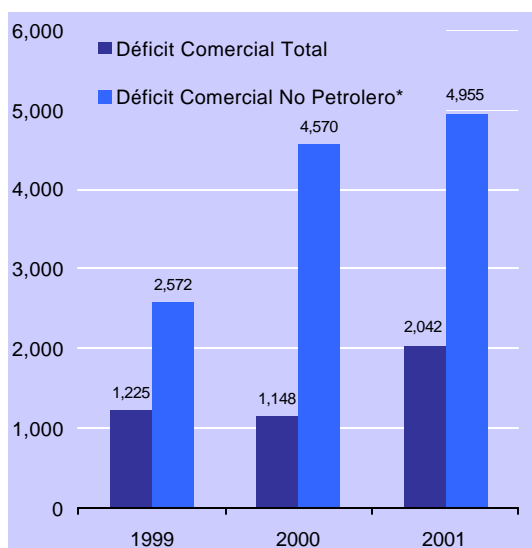
fenómeno sobre las exportaciones nacionales generó una rápida caída en el crecimiento de la producción industrial. A consecuencia de ello, el incremento del empleo ha sufrido una disminución considerable, lo cual a su vez ha debilitado la expansión del consumo. Lo anterior ha repercutido negativamente sobre el crecimiento de la inversión privada. Como consecuencia de la desaceleración que afecta a las economías de los Estados Unidos y de México, desde los últimos meses de 2000 el aumento de las exportaciones e importaciones mexicanas ha sido notablemente menos vigoroso.

Si bien el déficit comercial acumulado en el trimestre enero-marzo se ha ampliado respecto al observado en igual periodo de 2000, los datos de tendencia indican que en los últimos meses dicho saldo ha mostrado una reducción incipiente.

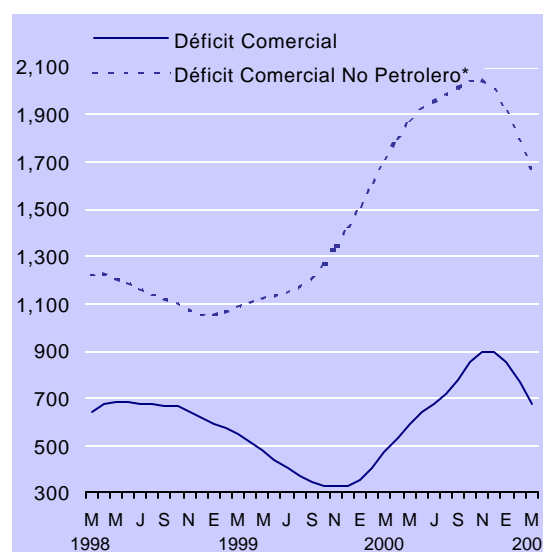
**Gráfica 11 Déficit de la Balanza Comercial, Total y sin Petróleo**

Millones de dólares

Enero-Marzo



Tendencia



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

El fenómeno anterior parece confirmar que se está reduciendo la disparidad que existía entre el crecimiento de la oferta y de la demanda internas. En consecuencia, es posible anticipar que en 2001 el déficit de la cuenta corriente, medido con relación al PIB, sea de 3.6 por ciento, nivel ligeramente superior al del año precedente.

La ampliación del déficit comercial en el trimestre enero-marzo no tuvo una influencia significativa sobre el mercado

cambiario. Esto es atribuible a que dicha ampliación fue menos pronunciada que la prevista y a la abundante oferta de capitales provenientes del exterior que se registró en el periodo. A este respecto cabe destacar que para dicho trimestre se estima lo siguiente: una inversión extranjera directa superior a los 3,300 millones de dólares, inversión de cartera por encima de 1,100 millones de dólares, endeudamiento externo neto de los sectores público y privado por 1,650 millones de dólares y que los activos de mexicanos en el exterior disminuyan 2,000 millones de dólares.

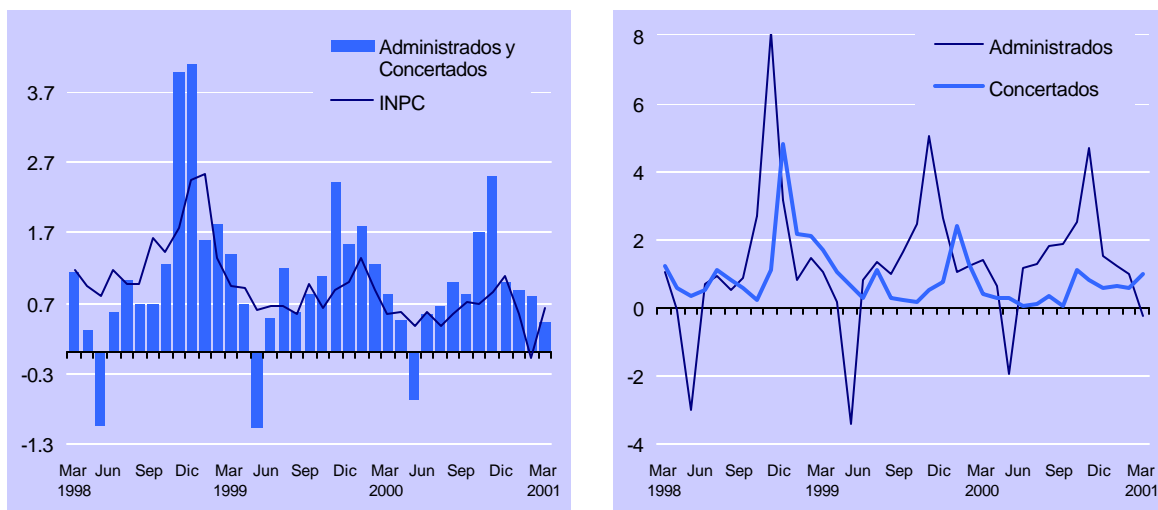
## II.2.4. Precios Administrados y Concertados

En enero, febrero y marzo los incrementos mensuales del subíndice de los precios de los bienes administrados y concertados fueron, respectivamente, de 0.90, 0.80 y 0.43 por ciento. En los mismos meses el crecimiento del INPC resultó de 0.55, -0.07 y 0.63 por ciento (Gráfica 12).

Gráfica 12

### Índice de Precios de Bienes Administrados y Concertados e INPC

Variación mensual en por ciento



El subíndice de los precios administrados registró incrementos mensuales de 1.22, 1.01 y -0.21 por ciento en enero, febrero y marzo, respectivamente. Por su parte, el subíndice de los precios concertados lo hizo en 0.64, 0.61 y 0.98 por ciento en los mismos meses<sup>9</sup>. Los precios del gas doméstico, del servicio

<sup>9</sup> La canasta del subíndice de precios administrados se compone de la gasolina, el gas doméstico y la electricidad. Los productos con precios concertados son: larga distancia internacional, taxi, autobús urbano, metro o transporte eléctrico, autobús foráneo, transporte colectivo, estacionamiento, tenencia de automóvil, servicio de telefonía local, cuotas de autopistas, larga distancia nacional, línea telefónica, aceites y lubricantes y cuotas y licencias.

telefónico local y del autobús urbano fueron los que experimentaron mayores alzas en los primeros tres meses de 2001. Los precios correspondientes aumentaron durante el periodo 2.93, 6.05 y 3.35 por ciento.

La evolución de los precios administrados y concertados continúa siendo un factor importante de presión inflacionaria. En el primer trimestre del año su contribución al incremento del INPC fue de 0.39 puntos porcentuales. El crecimiento anual de dicho subíndice, al estar por encima del mostrado por el INPC, todavía constituye un elemento preocupante.

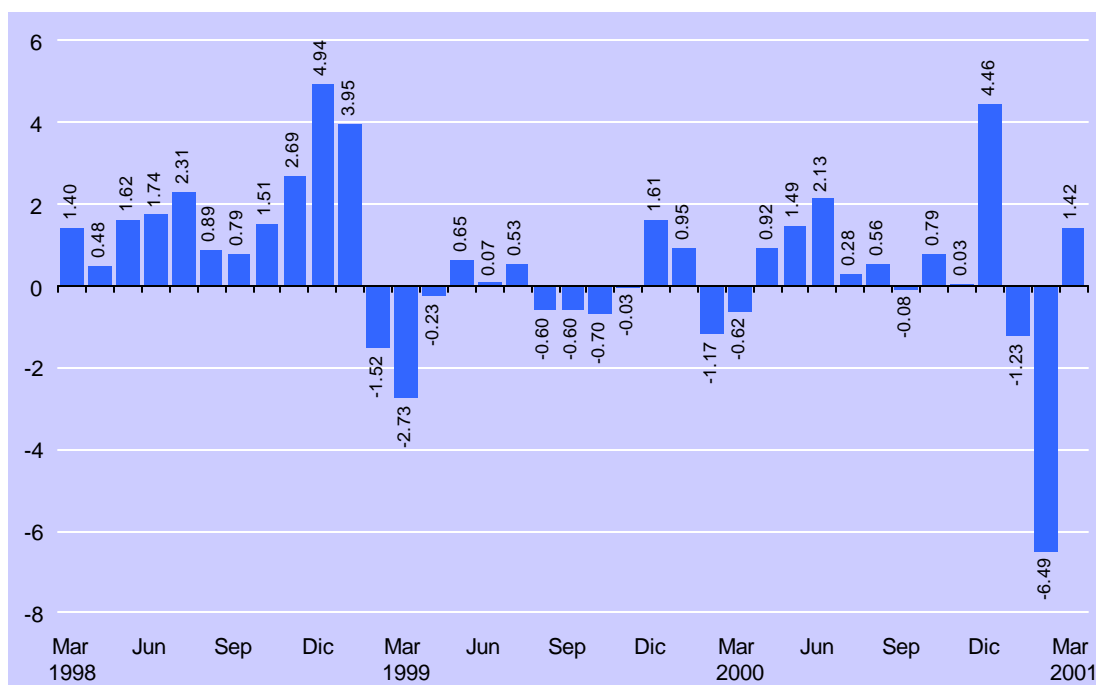
### II.2.5. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación

En marzo de 2001 la inflación anual de los productos agropecuarios se ubicó en 3.98 por ciento. Este resultado contrasta favorablemente con la inflación de 10.07 por ciento que registró este subíndice en diciembre de 2000. Dicha evolución se explica por las reducciones que experimentaron los precios de esos productos en enero y, especialmente, en febrero de 2001 (Gráfica 13).

Gráfica 13

#### Indice de Precios de Productos Agropecuarios

Variación mensual en por ciento



### III. La Política Monetaria Durante el Primer Trimestre de 2001

---

En esta sección se exponen las razones que llevaron al Banco de México a intensificar la postura restrictiva de su política monetaria el 12 de enero. Asimismo, como complemento de lo anterior, se presenta una evaluación del efecto que las medidas adoptadas ejercieron sobre las expectativas de inflación y sobre las tasas de interés nominales y reales. Por último, se reporta la evolución de la base monetaria y de otros agregados monetarios.

#### III.1. Acciones de Política Monetaria

---

El 12 de enero, el Banco de México incrementó el “corto” de 350 a 400 millones de pesos, manteniéndolo en ese nivel durante el resto del trimestre. Esta acción, al igual que las ampliaciones al “corto” acordadas durante el último trimestre de 2000, estuvo motivada por la intención de asegurar que se consiga una inflación que no exceda de 6.5 por ciento en 2001.

A lo largo de la segunda mitad de 2000 la inflación general mostró una resistencia a seguir descendiendo. Aunque dicho comportamiento se debió principalmente a fenómenos de índole transitoria, las expectativas del público respecto a la inflación anual en 2001 se habían estancado en un nivel cercano a 7.6 por ciento. Dicha cifra resultaba claramente incompatible con el objetivo.

Durante las últimas semanas de 2000 y las primeras de 2001, se materializaron varios de los escenarios de riesgo respecto de los cuales el Banco de México había advertido repetidamente. Los datos disponibles en ese momento sugerían que el gasto interno seguía creciendo a tasas elevadas y superiores a las de la producción. En el ámbito externo, la economía de los Estados Unidos se había desacelerado considerablemente durante el segundo semestre de 2000. Además, la mayoría de los analistas anticipaba que dicha economía crecería a una tasa inferior a 2 por ciento en 2001. Por último, el precio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación disminuyó significativamente. Estos fenómenos apuntaban hacia una importante ampliación del déficit de la cuenta corriente y a una posible depreciación del peso. Esta última, de ocurrir, podría dar lugar a presiones inflacionarias.

Como reacción a la situación descrita, algunos analistas revisaron al alza su pronóstico de inflación para 2001. Sin embargo, en los primeros días de enero las tasas de interés internas disminuyeron, lo cual era incongruente con la materialización de los factores de riesgo mencionados. Por ello, la consecución de la meta de inflación para el año precisaba de una política monetaria más restrictiva.

Acorde con la exposición en varias secciones del presente Informe, los datos publicados posteriormente confirmaron el deterioro que había experimentado el entorno, particularmente el externo.

Aunque la información disponible más reciente sobre la evolución de la demanda agregada señala un debilitamiento de su ritmo de expansión, éste se mantiene aún por arriba del correspondiente al producto. Las estadísticas de cuentas nacionales indican que la tasa de crecimiento anual del consumo privado pasó de 10.5 por ciento en el tercer trimestre de 2000 a 7.6 por ciento en el cuarto. Por su parte, en el mismo lapso la tasa de incremento de la inversión privada disminuyó de 10.8 por ciento a 8.2 por ciento. Sin embargo, en ambos casos dichas tasas fueron todavía más elevadas que la del PIB (5.1 por ciento en el cuarto trimestre).

Los pronósticos relativos a la economía de los Estados Unidos en 2001 se han revisado repetidamente a la baja. Si bien el precio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación se incrementó con respecto a sus niveles de diciembre, el precio promedio estimado para el presente año se mantiene aún sustancialmente por debajo del observado durante 2000.

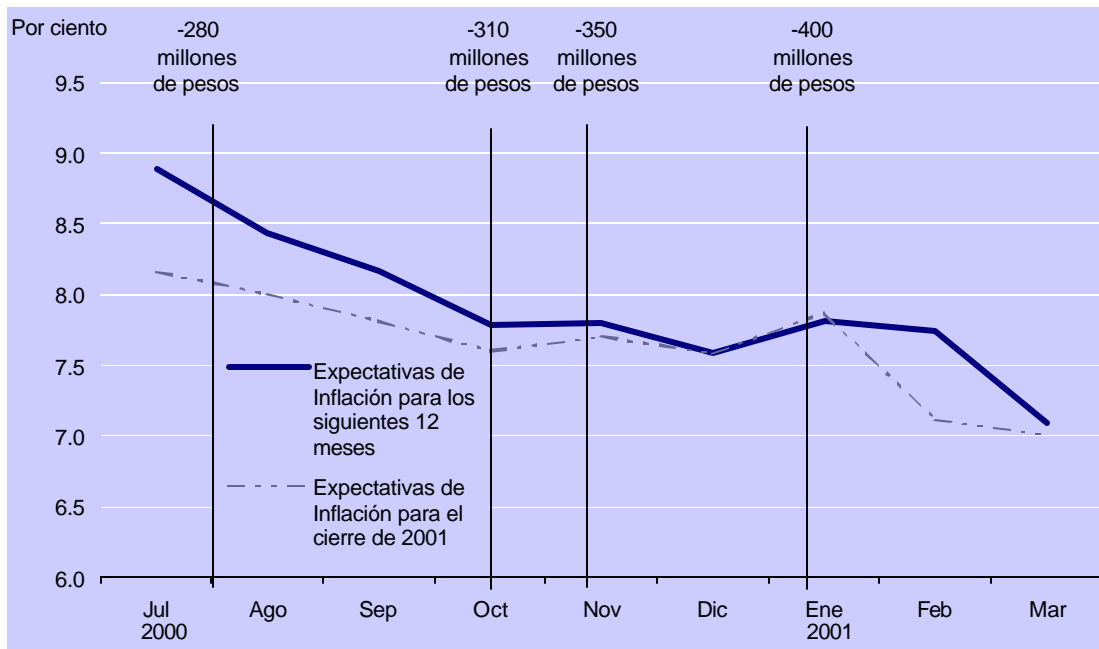
La evidencia anterior sugiere que el diagnóstico sobre la evolución futura de la economía y sobre los factores de riesgo realizado al momento de incrementar el “corto” fue adecuado. Por ello, era conveniente realizar dicho ajuste de política monetaria con el fin de propiciar que la inflación retomara su trayectoria descendente y se modificaran en congruencia las expectativas correspondientes. La ampliación del déficit comercial subrayaba la necesidad de una aplicación coordinada y oportuna de políticas fiscal y monetaria restrictivas. Ello, a fin de limitar la vulnerabilidad de las cuentas externas.

La trayectoria de las expectativas de inflación constituye un elemento de importancia para la evaluación de los resultados de la política monetaria y para la identificación de presiones inflacionarias. Destaca al respecto la significativa mejoría de las expectativas de inflación para 2001 que tuvo lugar en febrero

(Gráfica 14)<sup>10</sup>. Al igual que en el caso de ampliaciones anteriores del “corto”, después de la revisión al alza ocurrida en enero a raíz del deterioro del entorno externo, se restauró una tendencia descendente de la inflación esperada. El aludido efecto del “corto” sin duda se vio reforzado por la importante reducción que experimentó la inflación en febrero. En total, en el primer trimestre del año las expectativas de inflación correspondientes a 2001 disminuyeron 0.58 puntos porcentuales con respecto a su nivel de diciembre 2000, ubicándose en 7 por ciento.

Al cierre de marzo, las expectativas de inflación para los siguientes 12 meses también mejoraron con respecto al nivel reportado en diciembre 2000. En este caso, la disminución fue de 0.49 puntos porcentuales para situarse en 7.09 por ciento, pronóstico que, a diferencia de los datos recabados en enero y febrero, no incorpora el efecto de la Reforma Fiscal. Resulta paradójico que este dato sea superior a la inflación esperada para 2001, ya que las expectativas para 2002 se ubican por debajo de esta última.

**Gráfica 14 Expectativas de Inflación y Objetivo de Saldos Acumulados (“Corto”)**



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

<sup>10</sup> Es importante aclarar que las expectativas de inflación para 2001 recabadas en los meses de enero a marzo del presente año corresponden a lo esperado por los analistas sin considerar el posible efecto de la Reforma Fiscal sobre los precios. En contraste, las expectativas para los siguientes doce meses, obtenidas en enero y febrero, sí incorporan el impacto de la misma.

### INPC, Índice de Precios Subyacente y Política Monetaria

El Banco de México fija los objetivos de inflación utilizando como referencia al Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). La razón de ello es que el INPC es la mejor medición del costo de la vida de los hogares mexicanos. Además, es el índice de precios más conocido por el público.

Aun cuando las metas se determinan con relación al INPC, al formular su política monetaria el Banco de México también toma en consideración al índice de precios subyacente. Este último excluye productos agropecuarios, servicios educativos y bienes administrados y concertados por el sector público.

Las fluctuaciones de los precios de los productos agropecuarios y de los bienes administrados y concertados, particularmente de los energéticos, ejercen una gran influencia sobre los movimientos de corto plazo que registra el INPC.

Las variaciones en los precios de los productos agropecuarios, particularmente de las frutas frescas y de las verduras, obedecen principalmente a cambios climáticos que ocurren en el país o fuera de él. Dichos fenómenos afectan en forma brusca la oferta interna y usualmente tienen un impacto transitorio sobre la inflación.

Por su parte, los precios de los bienes administrados y concertados no necesariamente se determinan mediante procedimientos de mercado. Además, los precios de la energía que se incluyen en este rubro son muy sensibles a los cambios en la demanda y oferta mundiales.

Finalmente, los precios de los servicios educativos han tenido históricamente una estacionalidad muy acentuada.

Al eliminarse estas influencias, la inflación subyacente constituye un mejor indicador de la tendencia de la inflación.

En la medida en que el efecto sobre la inflación de las variaciones de los precios de los productos agropecuarios, de los servicios educativos y de los bienes administrados y concertados sean de índole temporal, en el mediano plazo la inflación subyacente y la general tendrán una evolución similar. Asimismo, debido a que los efectos de la política monetaria sobre los precios no se manifiestan inmediatamente, las acciones monetarias deben orientarse a que la inflación subyacente cumpla continuamente con la meta de inflación general. A la postre, en la mayor parte de los casos, se logrará una inflación similar medida por el INPC. Por ello, los esfuerzos por contrarrestar las variaciones transitorias de los subíndices citados podrían resultar contraproducentes y generar una mayor volatilidad de las tasas de interés, así como de la actividad económica. En el mediano plazo estas repercusiones posiblemente redundarían en una menor estabilidad de los precios.

En caso de que se anticipen diferencias persistentes en las tendencias de los dos indicadores, el Banco de México adoptará las decisiones de política monetaria que juzgue pertinentes para cumplir con la meta definida en relación con el INPC.

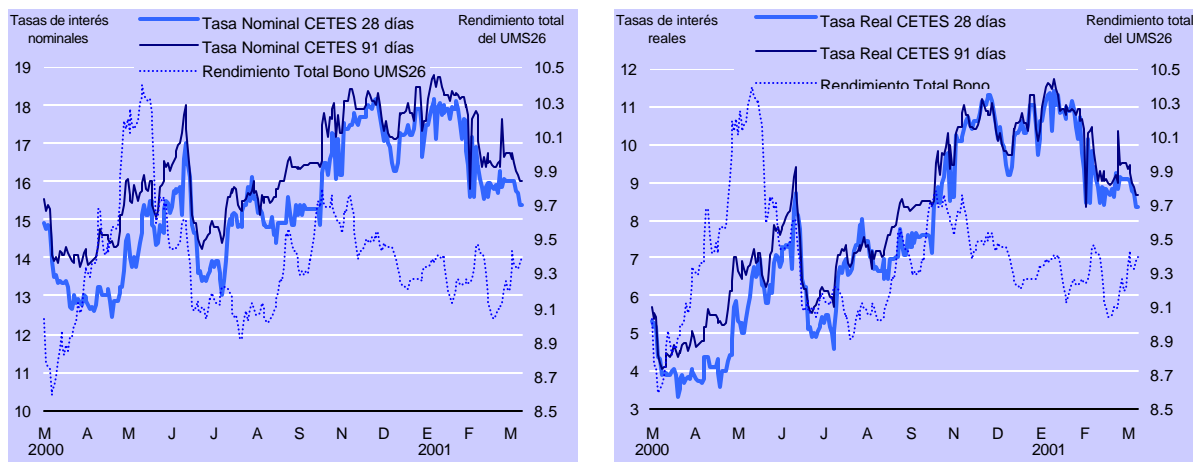
Así, al utilizar la evolución del índice de precios subyacente como guía para la formulación de la política monetaria, el Banco de México no compensa los efectos directos de los cambios en los precios de aquellos bienes y servicios que se excluyen de la medición de la inflación subyacente. Sin embargo, el Banco de México activamente persigue anular los impactos secundarios que puedan resultar del deterioro de las expectativas de inflación a causa de los aludidos efectos directos.

De aprobarse la Reforma Fiscal, será aun más importante dar seguimiento al comportamiento de las expectativas de inflación para los siguientes doce meses. Los pronósticos correspondientes deberán incorporar el efecto alcista de la mencionada reforma sobre los precios en el periodo inmediato posterior a su aplicación. Sin embargo, es de esperarse que las expectativas de inflación se ajusten sustancialmente a la baja pocos meses después.

Las tasas de interés, nominales y reales, se mantuvieron en un nivel elevado a lo largo del trimestre objeto de este Informe (Gráfica 15). Después de la ampliación del “corto” acordada el 12 de enero, las tasas nominales de interés de los Cetes a 28 y 91 días se incrementaron en 29 y 82 puntos base, respectivamente, del cierre del día anterior al incremento del “corto” al del día posterior.

A mediados de febrero tuvo lugar una reducción importante tanto de las tasas de interés nominales como de las reales. Esta reacción probablemente estuvo relacionada con los resultados positivos obtenidos en materia de inflación en enero y en la primera quincena de febrero. A partir de entonces y durante el resto del trimestre, las tasas de interés reales de los Cetes a 28 y 91 días permanecieron en niveles cercanos a 9 por ciento. Por su parte, si bien las tasas de interés externas exhibieron un comportamiento volátil durante el trimestre, al cierre de marzo se ubicaron en un nivel similar al observado al inicio del año. De esta forma, se redujo ligeramente la brecha entre las tasas internas y las externas que se había observado el último trimestre del año pasado.

**Gráfica 15 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales<sup>1/</sup> y Rendimiento Total del Bono UMS26**  
Por ciento



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



En suma, la intensificación de la restricción monetaria se decidió con el fin de limitar un eventual efecto alcista sobre los precios que podrían causar los elementos de riesgo que se materializaron a finales de 2000 y principios del presente año. Todo ello con el firme propósito de cumplir con los objetivos de inflación para el año 2001 y para el mediano plazo. En particular, cabe apuntar que aunque la inflación esperada ha disminuido, ésta todavía se encuentra por encima de la meta. Asimismo, las expectativas de inflación para el cierre de 2002 y 2003 no son congruentes con los objetivos planteados.

## **III.2. Agregados Monetarios y Crediticios**

---

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

En la medida en que la inflación disminuye, la utilidad de los agregados monetarios estrechos para hacer inferencia sobre los precios en el corto plazo se ve comprometida por un sinnúmero de factores que afectan la preferencia por liquidez de los agentes económicos. Por ello, en los últimos años el Banco de México ha recurrido al análisis del comportamiento de dichos agregados sólo como una referencia complementaria al examen del resto de las variables que en el corto plazo influyen sobre la inflación. Con este propósito el Instituto Central decidió incluir la trayectoria diaria esperada del saldo de la base monetaria en el Programa Monetario para 2001.

Durante el primer trimestre de 2001 el monto demandado de base monetaria disminuyó 32,833 millones de pesos (Cuadro 7). Esta contracción se debe principalmente al fuerte descenso estacional que año con año se presenta en este periodo<sup>11</sup>. Este comportamiento fue muy similar al pronosticado, teniendo una desviación promedio de -2.4 por ciento.

Cabe mencionar que, a diferencia de otros años, en su Programa Monetario para 2001 el Banco de México no fijó límites a la variación del crédito interno neto<sup>12</sup>. Durante el periodo analizado su saldo se redujo en 78,995 millones de pesos. Lo anterior se explica por la mencionada disminución en la demanda

---

<sup>11</sup> La base monetaria disminuye durante los primeros meses del año y aumenta sensiblemente hacia finales del mismo. Este patrón refleja de forma cercana el comportamiento del gasto del público.

<sup>12</sup> La variación del crédito interno neto se obtiene de restar de los flujos acumulados de la base monetaria las variaciones acumuladas de los activos internacionales netos expresados en pesos valuados al tipo de cambio de cada operación.

de base monetaria y por una importante acumulación de activos internacionales (4,716 millones de dólares).

**Cuadro 7 Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto**  
Millones

	Saldos		Flujos efectivos acumulados en el año <sup>1/</sup>
	Al 30 Dic. 2000	Al 30 Mar. 2001	Al 30 Mar. 2001
Base Monetaria (Pesos)	208,943	176,110	-32,833
Activos Internacionales Netos (Pesos) <sup>2/</sup>	342,386	383,002	46,162
Activos Internacionales Netos (Dólares)	35,629	40,344	4,716
<b>Variación de Activos Internacionales Netos (Dólares)</b>			<b>4,716</b>
Pemex			3,820
Gobierno Federal			-238
Compras por Mecanismo de Opciones			735
Otros <sup>3/</sup>			399
Crédito Interno Neto (Pesos)	-133,443	-206,892	-78,995
<b>Memorándum:</b>			
Reserva Internacional <sup>4/</sup> (Dólares)	33,555	38,036	4,481

1/ Para la estimación de los flujos efectivos en moneda nacional de los activos internacionales netos se utiliza el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación. La diferencia entre los saldos de activos internacionales netos expresados en moneda nacional no corresponde al concepto de flujos efectivos, debido a que los saldos se valúan al tipo de cambio del día. Esta consideración también explica el que las diferencias entre los saldos de crédito interno neto no sean iguales a los flujos efectivos reportados.

2/ Los activos internacionales netos se definen como la reserva bruta, más los créditos convenio con bancos centrales a más de seis meses, a lo que se restan los adeudos totales con el FMI y con bancos centrales derivados de convenios establecidos a menos de seis meses.

3/ Incluye principalmente operaciones asociadas al esquema de venta de dólares y los intereses de los activos internacionales.

4/ Según se define en la Ley del Banco de México.

### III.2.2. Agregados Monetarios M1 y M4

El medio circulante M1 refleja la demanda de liquidez por parte del público, la cual responde en gran medida a sus necesidades para llevar a cabo diversas transacciones. Así, M1 guarda una estrecha relación con el consumo (Gráfica 17). El crecimiento real anual del medio circulante disminuyó de un promedio de 7.9 por ciento en el cuarto trimestre de 2000 a 6.8 por ciento en enero-febrero de 2001 (Cuadro 8).

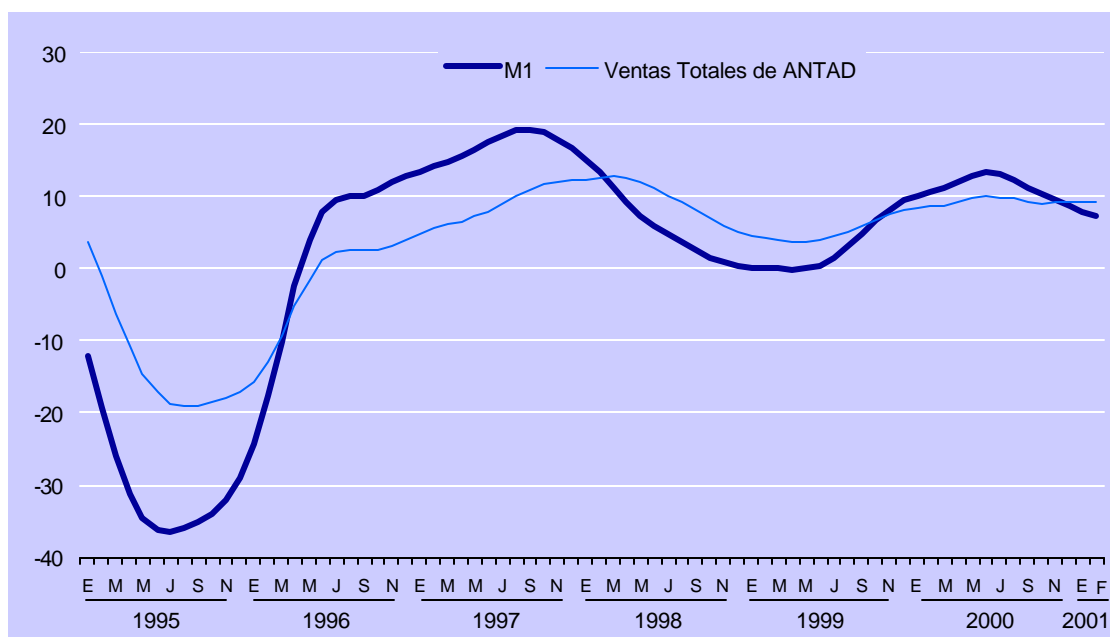
El agregado monetario amplio M4 aumentó a una tasa real anual promedio de 6.7 por ciento en el primer bimestre del presente año, cifra similar a la registrada en el cuarto trimestre de 2000 (6.3 por ciento). No obstante, entre sus componentes destaca el incremento nominal de 29.8 por ciento en la tenencia de valores gubernamentales por parte de no residentes en los primeros dos meses del año (5,510 millones de pesos). Adicionalmente, en este periodo M4 continuó reflejando una contracción en la captación bancaria y un incremento de la tenencia de valores públicos y privados (Cuadro 8). Lo anterior se debe principalmente a que la

banca comercial ha dejado de captar recursos a través de sus propios instrumentos y ha intensificado la intermediación que realiza a través de la venta de valores gubernamentales en reporto, la cual aumentó 4.8 por ciento entre diciembre de 2000 y febrero de 2001.

**Gráfica 16**

**Agregado Monetario M1 y Ventas de la ANTAD**

Variación real anual en por ciento de la serie de tendencia



**Cuadro 8**

**Agregados Monetarios**

Variación real anual en por ciento

	2000 <sup>1/</sup>				2001	
	I	II	III	IV	Ene	Feb
<b>M1</b>	<b>11.2</b>	<b>13.5</b>	<b>12.3</b>	<b>7.9</b>	<b>6.3</b>	<b>7.4</b>
Billetes y monedas en poder del público	15.2	20.5	16.2	8.8	6.8	9.1
Cuentas de cheques <sup>2/</sup>	9.4	10.7	10.6	7.6	6.1	6.6
<b>M4</b>	<b>7.9</b>	<b>8.1</b>	<b>6.9</b>	<b>6.3</b>	<b>5.9</b>	<b>7.6</b>
Billetes y monedas en poder del público	15.2	20.5	16.2	8.8	6.8	9.1
Captación Bancaria	-3.8	-4.2	-9.6	-11.4	-11.2	-10.1
Valores publicos <sup>3/ 4/</sup>	42.2	34.2	41.6	41.5	39.0	40.8
Valores privados <sup>4/</sup>	0.0	17.0	33.0	31.5	12.2	21.7
Fondos de ahorro para el retiro (sin Siefores) <sup>5/</sup>	14.3	15.4	17.2	17.2	17.6	18.5

1/ Saldo promedio del trimestre.

2/ Incluye depósitos en cuenta corriente.

3/ Incluye valores del Gobierno Federal, BPAs y BREMs.

4/ Incluye la tenencia de Siefores.

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

### III.2.3. Financiamiento al Sector Privado

En el primer bimestre de 2001 continuó la incipiente recuperación del crédito bancario que se había presentado hacia finales del año anterior. Esto se aprecia en la evolución de la cartera vigente<sup>13</sup>, la cual crece a tasas reales anuales positivas (Gráfica 17). Esta medición refleja parcialmente el otorgamiento de nuevos créditos por parte de la banca comercial. Asimismo, cuando se clasifica la cartera vigente por tipo de crédito destaca que el otorgado al consumo se expande a tasas reales elevadas y que está teniendo lugar un repunte del crédito canalizado a empresas y personas físicas con actividad empresarial.

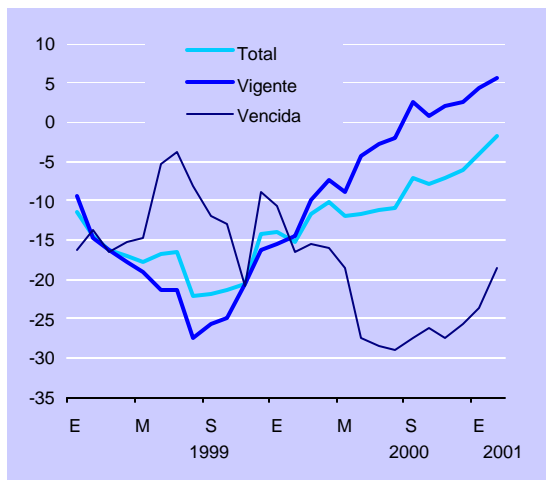
Gráfica 17

#### Crédito Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado

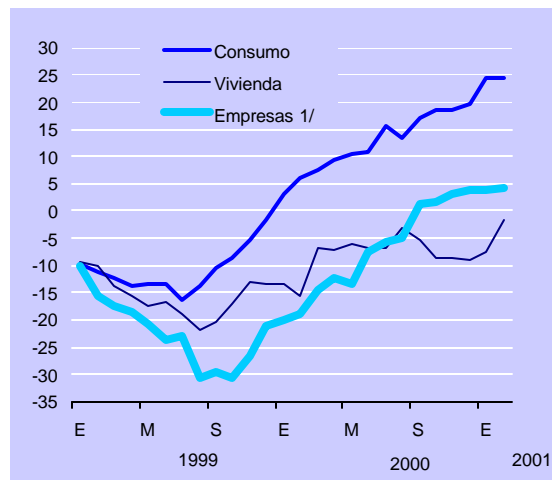
Cartera Propia

Variación real anual en por ciento

Crédito Total, Vigente y Vencido



Crédito Vigente



1/ Empresas y personas físicas con actividad empresarial. No incluye el crédito otorgado a intermediarios financieros no bancarios.

<sup>13</sup> Se refiere a la cartera propia de la banca comercial, concepto que excluye la cartera asociada a los programas de rescate (pagarés IPAB-FOBAPROA y los Cetes-UDIs).

## IV. Perspectivas del Sector Privado para 2001<sup>14/</sup>

---

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

---

Las expectativas del sector privado indican que en lo que resta del año el entorno externo continuará siendo desfavorable para la economía de México. Al respecto, de acuerdo con las respuestas a la encuesta de marzo, destaca lo siguiente:

- (a) Los analistas del sector privado nacional esperan un crecimiento anual de la economía de los Estados Unidos para el año 2001 de 1.8 por ciento.
- (b) El precio promedio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación en el año 2001 se estima en 18.8 dólares por barril. Por otra parte, tomando en cuenta la cotización a futuro del petróleo WTI de 28.25 dólares por barril y la diferencia con el precio de la mezcla mexicana prevaleciente en marzo de 2001, para el año se anticipa un precio promedio de la mezcla mexicana de 19.23 dólares por barril (17 de abril).

Las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio mejoraron significativamente. Por otra parte, los analistas encuestados esperan una ligera disminución de los incrementos nominales que se otorguen a los salarios contractuales.

A finales de marzo el sector privado señalaba que al cierre de 2001 el tipo de cambio se ubicaría en 10.33 pesos por dólar. Al respecto, el precio de los futuros del peso se ha reducido significativamente desde mediados de enero del presente año (Gráfica 18). Así, en la cuarta semana de marzo el precio futuro del tipo de cambio a diciembre de 2001 se ubicó en 10.35 pesos por dólar.

Los analistas consultados en marzo pronosticaron que en marzo, abril y mayo de 2001, los aumentos salariales nominales serían respectivamente de 9.6, 9.6 y 9.3 por ciento. Es decir,

---

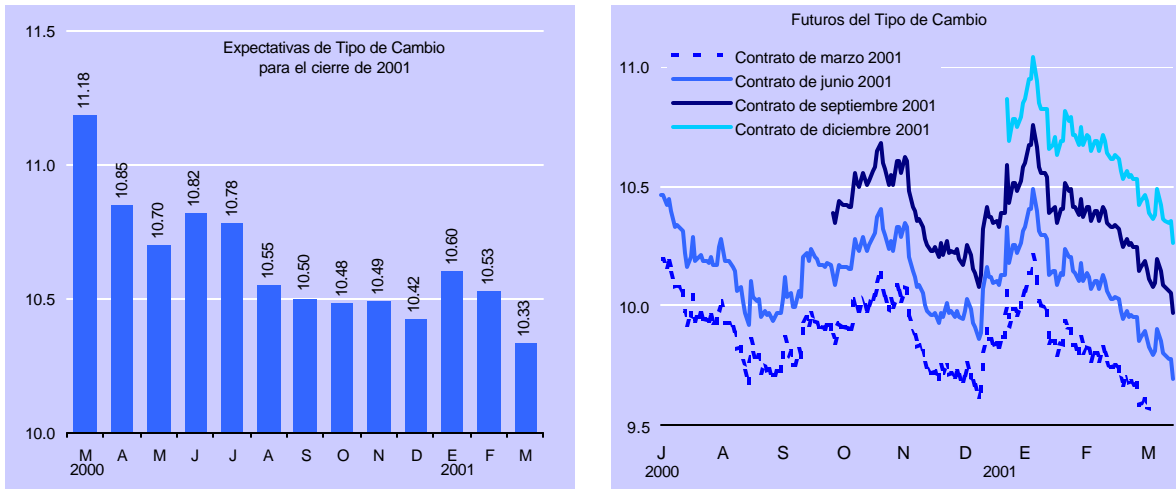
<sup>14</sup> A menos que se especifique lo contrario, los pronósticos reportados en esta sección se obtienen de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que levanta mensualmente el Banco de México.

contemplan un ajuste moderado a la baja en esa variable (Gráfica 19).

**Gráfica 18**

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

Pesos por dólar

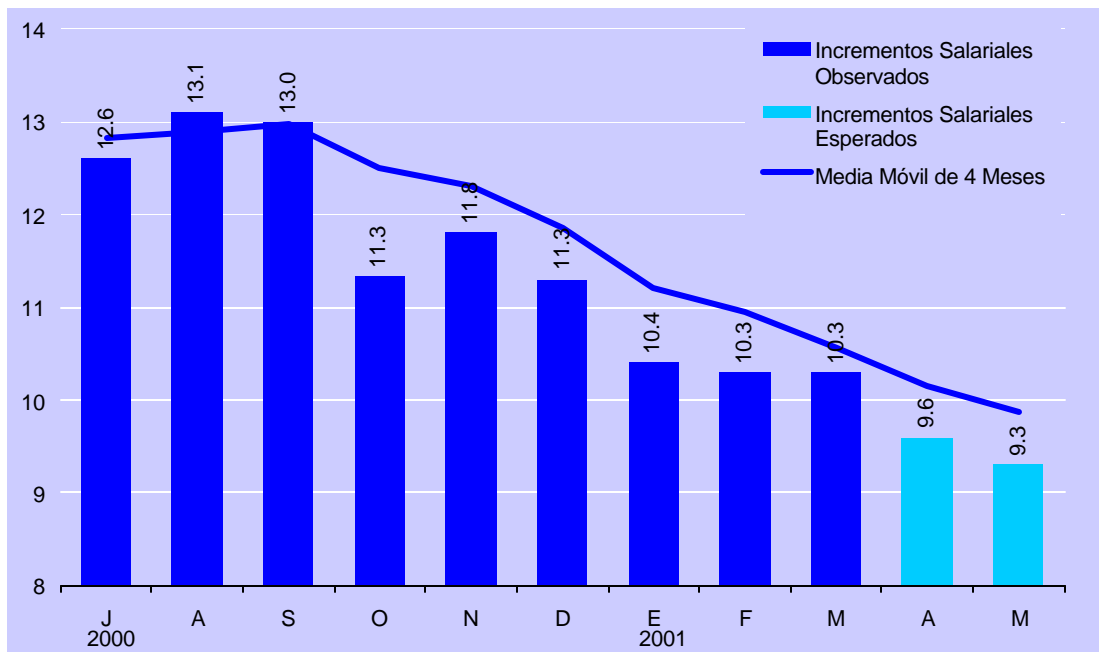


FUENTE: Bloomberg y Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

**Gráfica 19**

**Incrementos Salariales Contractuales**

Por ciento



FUENTE: Secretaría del Trabajo y Previsión Social. Para abril y mayo de 2001 se tomó el dato de los pronósticos del sector privado en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado levantada por el Banco de México en marzo de 2001.

Con relación a la evolución esperada de los precios administrados y concertados, la previsión de los analistas es que en este ámbito se cumpla con lo establecido en los Criterios Generales de Política Económica para el presente año<sup>15</sup>.

Los analistas encuestados en marzo anticipan que el crecimiento real del PIB en 2001 sea de 3.3 por ciento, estimación inferior a la reportada en la encuesta de enero (3.8 por ciento). A la vez, pronostican déficit de la balanza comercial y de la cuenta corriente por debajo de los niveles reportados en la encuesta de enero, pasando respectivamente de 12,455 a 12,013 millones de dólares y de 22,708 a 21,956 millones de dólares. Asimismo, los consultores estiman para 2001 un incremento de las exportaciones no petroleras de 8 por ciento y una disminución de las exportaciones petroleras de 15 por ciento. En cuanto a las importaciones, la previsión es que éstas aumenten 8 por ciento en igual lapso. Finalmente, los analistas esperan para este año un flujo de inversión extranjera directa de 13,274 millones de dólares.

En general, los indicadores relativos al clima de los negocios y al nivel de confianza muestran un claro debilitamiento respecto a lo registrado al cierre de 2000. En la encuesta recabada en marzo solamente 10 por ciento de los analistas consultados consideró que el ambiente de los negocios será propicio, 24 por ciento opinó que el clima de negocios se mantendrá sin cambio y el resto de los encuestados expresó que se deteriorará.

De acuerdo con las respuestas obtenidas, los principales factores susceptibles de limitar durante los próximos seis meses la expansión de la economía mexicana serán los siguientes: la debilidad de los mercados externos y de la economía mundial (29 por ciento de las respuestas); el elevado costo del financiamiento interno (16 por ciento); la política monetaria que se está instrumentando (15 por ciento); la disponibilidad de financiamiento interno (7 por ciento); y, por último, la inestabilidad financiera internacional (6 por ciento de las respuestas).

---

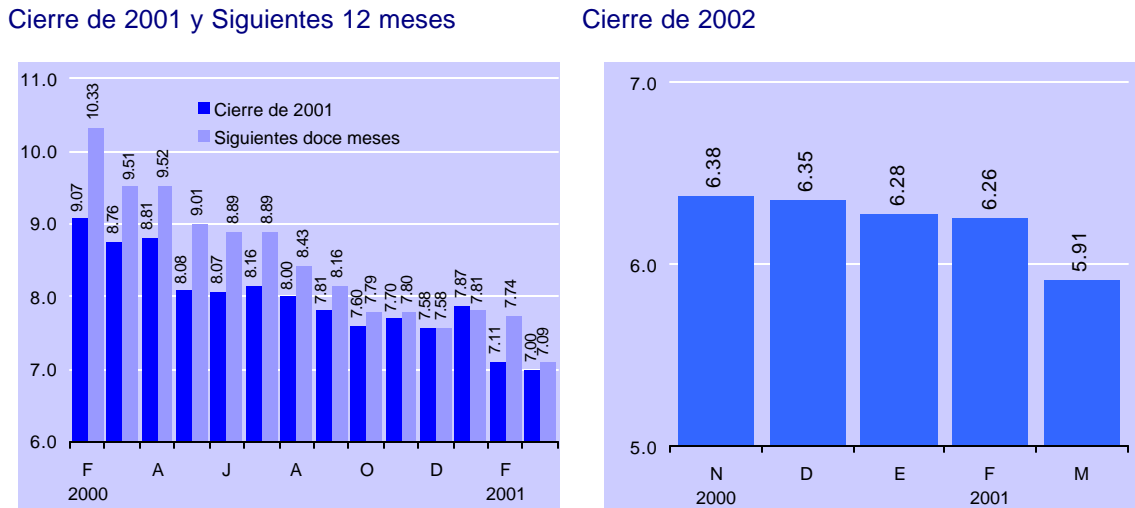
<sup>15</sup> Uno de los factores que en los últimos meses ha incidido de manera importante sobre la evolución de los precios administrados y concertados ha sido el incremento del precio del gas doméstico. Sin embargo, para los próximos meses se espera que este fenómeno pierda relevancia. Lo anterior, debido a que a partir del 12 de marzo este producto quedó sujeto temporalmente a un precio máximo de venta a usuarios finales fijado por la Secretaría de Economía, de acuerdo con el decreto que se publicó a tal efecto en el Diario Oficial de la Federación (con una reducción de 7 por ciento en promedio a partir de dicha fecha).

## IV.2. Expectativas de Inflación del Sector Privado

Los pronósticos de inflación mensual para abril, mayo y junio reportados en la encuesta de marzo son respectivamente de 0.51, 0.69 y 0.63 por ciento.

Los analistas del sector privado consultados ajustaron sus expectativas de inflación para 2001 de 7.87 por ciento en enero a 7 por ciento en marzo. En el mismo periodo las expectativas de inflación para los próximos 12 meses se redujeron a 7.09 por ciento. Tomando en cuenta los posibles efectos de una eventual aprobación de la Reforma Fiscal, los consultores estimaron una inflación de 9.16 por ciento para los próximos doce meses y de 8.76 por ciento para el cierre del presente año. Estas cifras indican que la estimación de los analistas del impacto inflacionario de la Reforma Fiscal es mayor para los próximos 12 meses (2.06 puntos porcentuales) que para el año 2001 (1.76 puntos porcentuales). Esto puede deberse a que si bien los analistas consideran que la probabilidad de que se apruebe la Reforma Fiscal en 2001 es de 70.6 por ciento, algunos prevén que ello ocurrirá en el periodo ordinario que se inicia en septiembre, por lo que parte del impacto inflacionario estimado no se materializará en el presente año. Para 2002 se pronostica una inflación anual de 5.91 por ciento, la cual es significativamente inferior a la de 6.28 por ciento reportada en enero de este año (Gráfica 20).

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



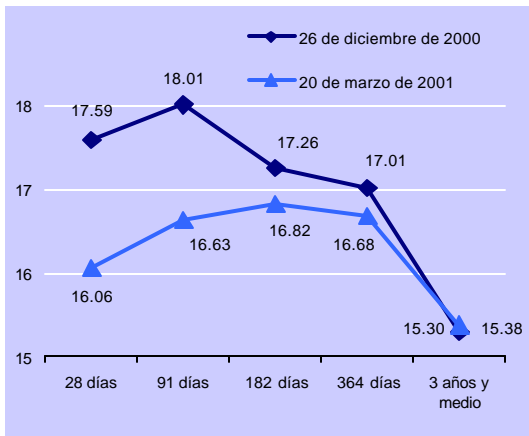
FUENTE: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.



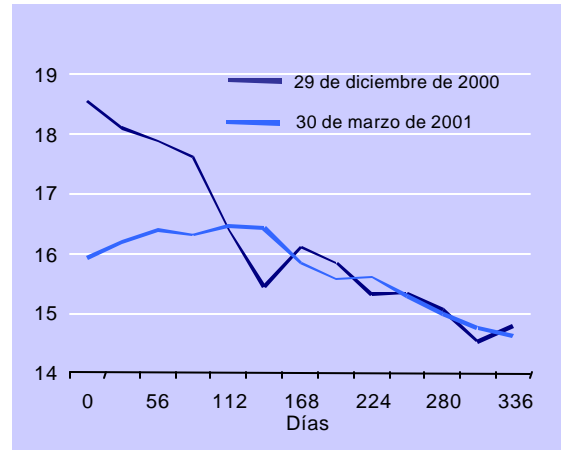
Por otra parte, la curva de rendimientos nominales de los Cetes indica que en los últimos meses las expectativas de inflación se han ajustado a la baja. Esto es congruente con la percepción del mercado de que en el futuro se tendrán menores tasas de interés de corto plazo, como lo indican los “forwards” de los Cetes a 28 días (Gráfica 21).

**Gráfica 21** **Curvas de Rendimiento Nominal de los Cetes y Tasas “Forward”**  
Por ciento

Tasas de la subasta primaria de los Cetes\*



Tasas “forward”



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

## V. Balance de Riesgos y Conclusiones

---

Al cierre del primer trimestre de 2001, la inflación anual disminuyó 1.79 puntos porcentuales y se situó en 7.17 por ciento. En dicho periodo la inflación subyacente continuó descendiendo y al cierre de marzo fue inferior a 6.5 por ciento. Lo anterior indica claramente que el descenso de la inflación no ha sido producto, preponderantemente, del ritmo más lento de crecimiento de algunos subíndices especiales de precios, sino que es reflejo en lo fundamental de una corrección de la tendencia de mediano plazo.

Los resultados anteriores se obtuvieron pese a que en el periodo algunos aspectos del entorno externo se deterioraron más de lo previsto. Al respecto, cabe destacar lo siguiente: i) los pronósticos de crecimiento para la economía de los Estados Unidos en 2001 continuaron revisándose a la baja; ii) los participantes en los mercados financieros internacionales no vislumbran una clara solución a la crisis por la que atraviesa actualmente la economía argentina; y iii) el precio del petróleo se comportó de acuerdo con lo contemplado en la Ley de Ingresos.

El menor crecimiento de la economía mundial ha tenido repercusiones sobre la evolución de la economía nacional en los primeros meses del año. Así, se estima que durante el primer trimestre la oferta y la demanda internas hayan experimentado una desaceleración más pronunciada que la prevista en el Programa Monetario presentado en enero. Como resultado, la ampliación del déficit de la cuenta corriente ha sido también menor. Por otra parte, la percepción de los mercados es que el Gobierno Federal y el Banco Central están firmemente comprometidos con la estabilidad macroeconómica. Ello a la luz de las propuestas de Reforma Fiscal y Financiera enviadas por el Ejecutivo al H. Congreso de la Unión y de las acciones de política monetaria instrumentadas en los últimos años. Lo anterior, junto con la expectativa de una conclusión exitosa de las negociaciones sobre la Reforma Fiscal ha llevado a que, aun en la difícil coyuntura actual, se cuente con un flujo abundante de recursos del exterior, en particular de inversión extranjera directa. Todo lo anterior ha redundado en una apreciación del tipo de cambio nominal.

Los fenómenos mencionados coadyuvaron al descenso que la inflación subyacente mostró en el trimestre. Por un lado, la

apreciación cambiaria tuvo un efecto favorable sobre la inflación subyacente de las mercancías. Por otro, la desaceleración de la producción y de la demanda internas limitaron la capacidad de las empresas para trasladar a sus precios finales los aumentos experimentados por los costos unitarios de la mano de obra. Por ende, dichos factores contribuyeron a la reducción de la inflación subyacente de los servicios.

La evolución del entorno internacional y de la economía mexicana durante el primer trimestre de 2001 dieron lugar a una revisión del escenario base del Banco de México para el resto del presente año. En cuanto a los supuestos sobre la situación externa, éstos se han modificado de la siguiente manera:

- (a) La tasa de crecimiento real anual pronosticada para la economía de los Estados Unidos se revisó a la baja, pasándose de un intervalo entre 1.8 y 2.4 por ciento a otro entre 1.2 y 1.8 por ciento. Asimismo, la recuperación que se esperaba ocurriese en el tercer trimestre, muy probablemente se retrasará.
- (b) Con base en las cotizaciones a futuro del precio del petróleo WTI y en la diferencia entre este precio y el de la mezcla mexicana registrado en marzo, el precio promedio anticipado para dicha mezcla en 2001 se modificó de 18.52 dólares por barril en enero a 19.23 dólares en abril.
- (c) El comportamiento de los diferentes rubros de la cuenta de capitales en el período enero-marzo, permite anticipar que en 2001 la disponibilidad de recursos del exterior, en particular de inversión extranjera directa, proporcionará en México financiamiento estable y suficiente para el déficit de la cuenta corriente.

La reducción del crecimiento de la economía de los Estados Unidos ha tenido un impacto importante, y mayor que el esperado, sobre las exportaciones, las importaciones, la producción y el empleo en México. En consecuencia, es muy probable que la expansión del PIB real en 2001 sea menor que la prevista originalmente.

El debilitamiento del ritmo de crecimiento de la producción y del empleo ha sido propiciado por un incremento más lento de todos los componentes de la demanda interna. Es posible que la moderación del crecimiento de esta última variable resulte ligeramente superior a la de la oferta interna. Por ello, es razonable esperar que el déficit de la cuenta corriente en 2001, sea

equivalente a 3.6 por ciento del PIB, nivel inferior al previsto en los Criterios Generales de Política Económica.

En el escenario base para lo que resta de 2001, subsisten algunos factores internos que podrían complicar el descenso de la inflación. Entre éstos destacan los siguientes:

- (a) las expectativas del sector privado son aún superiores al objetivo de inflación; y
- (b) las revisiones salariales contractuales siguen siendo incongruentes con la meta de inflación y con las ganancias previsibles de la productividad.

Estos factores podrían eventualmente ejercer una presión alcista sobre los precios de los bienes no comerciables y propiciar también una ampliación del déficit de la cuenta corriente. De suceder esto último, podría inducirse un ajuste del tipo de cambio, la cual podría afectar los precios de los bienes comerciables. Asimismo, la incongruencia de los aumentos nominales de los salarios contractuales con el objetivo de inflación y con las ganancias esperadas en la productividad de la mano de obra elevan el costo social de lograr la estabilidad de precios, ya que afecta severamente la creación de empleos y la generación de utilidades de las empresas. Lo anterior cobra aún mayor importancia en un entorno en el cual el crecimiento de la demanda agregada se ha mitigado considerablemente.

En el escenario base descrito, la postura restrictiva actual de la política monetaria se considera adecuada para alcanzar los objetivos de inflación de corto y de mediano plazos.

Sin duda, el escenario base se encuentra sujeto a un grado significativo de incertidumbre. Por tanto, a continuación se presenta una evaluación de los riesgos, tanto de origen interno como externo, a que estará expuesta la economía nacional en el futuro próximo. Como complemento de lo anterior, también se enuncian las líneas de acción que se juzgan apropiadas para hacer frente a las perturbaciones que llegaran a materializarse.

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

- (a) que la economía de los Estados Unidos experimente una desaceleración más intensa e incluso una recesión; y

- (b) que el precio del petróleo se ubique sustancialmente por debajo del nivel que se anticipa hoy en día.

Como se ha comentado en este documento, si bien la información disponible apunta hacia una franca desaceleración de la economía de los Estados Unidos, su magnitud y duración es aún difícil de estimar. En particular, la posibilidad de que dicha economía sufra una recesión –definida como dos trimestres consecutivos con tasa de crecimiento negativa– depende de manera crucial del comportamiento que muestre el consumo privado. En el pasado reciente, este último ha continuado creciendo a tasas positivas a pesar de las caídas de los indicadores bursátiles, del empleo, de la actividad económica y de los índices de confianza.

La eventual profundización de la desaceleración de la economía de los Estados Unidos, propiciaría un crecimiento económico mundial más débil, temiéndose que pudiera dar lugar a una baja adicional del precio del petróleo. Asimismo, una contracción de la demanda del energético como consecuencia de una expansión más lenta de la economía mundial, podría coincidir con un incremento de la oferta de crudo que se derivaría de la capacidad de producción adicional que estará disponible en la segunda mitad de 2001.

Una recesión en los Estados Unidos tendría efectos múltiples sobre la economía mexicana, por lo cual su eventual repercusión sobre la inflación interna no resulta obvia. Es de esperarse que de materializarse ese desenlace tenga una incidencia desfavorable sobre la producción interna y la creación de empleos. Esto se traduciría en una reducción adicional de la tasa de crecimiento de la demanda agregada y se mitigarían las presiones inflacionarias en el sector de los bienes no comerciables. No obstante, también es probable que la moderación de la expansión de la demanda agregada no fuese suficiente para evitar una ampliación del déficit comercial, situación que se vería agravada de ocurrir una disminución del precio del petróleo. En su caso, el mayor déficit de la cuenta corriente podría generar una demanda adicional de divisas, que de no ser compensada por una mayor oferta, tendría como resultado un ajuste al alza del tipo de cambio real del peso. Esto último podría dar lugar a presiones inflacionarias. Por ello, es incierto el efecto total que pudiese causar una desaceleración más aguda de la economía de los Estados Unidos sobre la inflación en México.

En una circunstancia como la descrita, el Banco de México reaccionaría oportunamente ante indicios de una revisión al alza de las expectativas de inflación de mediano plazo y de un

comportamiento desfavorable de los precios de los bienes no comerciables.

Al momento de publicar el presente Informe, el principal factor interno de riesgo para el escenario base tiene que ver con la propuesta de Reforma Fiscal que el Ejecutivo ha enviado al H. Congreso de la Unión.

Las crisis recientes en algunos mercados emergentes han sido fundamentalmente consecuencia de los problemas fiscales derivados de la imposibilidad de lograr el consenso social necesario para garantizar la solvencia del sector público. Por ello, la aprobación de una reforma fiscal en México que propicie la fortaleza de las finanzas públicas y reduzca la dependencia de éstas respecto de los ingresos petroleros es un elemento indispensable para consolidar la estabilidad macroeconómica.

A fin de alcanzar una estabilidad de precios permanente al menor costo social posible, es necesario que las políticas económicas del Gobierno Federal y del Banco Central sean compatibles. En lo específico, cuando la percepción de los mercados es que las finanzas públicas no son sólidas en un horizonte que trasciende al corto plazo, se eleva el costo para la sociedad del descenso de la inflación. Ello, porque una situación semejante tiende a generar presiones de demanda agregada, un aumento del riesgo país y tasas reales de interés más elevadas. Es decir, los costos de abatir la inflación se minimizan cuando se consigue fortalecer las finanzas públicas, ya que ello reduce la presión sobre los mercados financieros y permite que la transición a niveles de inflación más bajos se obtenga con menores tasas de interés.

La aprobación de una reforma fiscal que incremente significativamente los ingresos públicos y reduzca las necesidades de financiamiento del Gobierno, será un factor no sólo coadyuvante sino imprescindible para que pueda culminarse exitosamente el esfuerzo desinflacionario en el mediano plazo.

Sin embargo, en el corto plazo la aprobación de la Reforma Fiscal podría tener un efecto alcista sobre los precios. Dicho efecto resulta difícil de estimar *a priori* por las siguientes razones:

- (a) La incertidumbre acerca de las medidas específicas que aprobara en su caso el H. Congreso de Unión.
- (b) La capacidad de los productores para trasladar a los precios un aumento de los impuestos indirectos depende

de varios factores, entre los que destaca la fortaleza o debilidad de la demanda agregada.

- (c) La Reforma Fiscal contribuiría a la reducción del crecimiento del gasto privado, por lo que sería un factor coadyuvante del proceso de desinflación.
- (d) Las mejores perspectivas económicas que derivarían de la instrumentación de la Reforma, así como la posible elevación de la calificación de la deuda soberana por parte de la empresa Standard & Poor's, posiblemente contribuirían a la estabilidad del tipo de cambio, y al descenso del riesgo país y de las tasas de interés reales.

Debido a la dificultad para determinar el efecto conjunto sobre la inflación de estos factores, ya que no todos operan en la misma dirección, el impacto total de la Reforma sobre el nivel general de los precios se encuentra sujeto a un alto grado de incertidumbre.

En caso de que la Reforma Fiscal tuviera repercusiones alcistas sobre los precios, se produciría en el corto plazo una desviación transitoria de la inflación con respecto a su objetivo. No obstante, si la acción preventiva de la autoridad monetaria logra evitar la generación de efectos secundarios, la inflación regresará en el mediano plazo a la trayectoria planteada inicialmente. De esta manera, los objetivos de inflación multianuales y la acción oportuna del Banco de México asumirían un papel crucial para orientar la formación de las expectativas y lograr que éstas resulten congruentes con las metas de inflación para los años 2002 y 2003. Además, una vez contenido un posible deterioro de las expectativas inflacionarias, el proceso de abatimiento de la inflación se vería significativamente reforzado por una posición fiscal más sólida. Por tanto, la probabilidad de poder alcanzar los objetivos de inflación de mediano y largo plazos se elevaría.

A este respecto, también es pertinente destacar que la necesidad de financiar en los mercados nacionales los elevados requerimientos financieros del sector público, representa un factor importante de presión sobre las tasas reales de interés. Por ello, la aprobación de la Reforma Fiscal será un elemento que contribuirá al descenso de las tasas reales de interés.

El principal riesgo que enfrentan tanto la economía como el proceso desinflacionario en relación con la Reforma Fiscal, es que ésta no sea aprobada o bien que se diluya de tal manera que su alcance recaudatorio sufra menoscabo. De materializarse este

resultado, la estabilidad macroeconómica se pondría en entredicho, lo que muy probablemente llevaría –como se ha constatado recientemente en otros mercados emergentes– a las siguientes consecuencias indeseables: a aumentos de las tasas de interés, a un menor crecimiento económico y del empleo, a una reducción de los salarios reales y a presiones sobre el tipo de cambio por el deterioro del riesgo país. En un escenario como el descrito, más temprano que tarde tendrán que aplicarse recortes al gasto público, obligados por la restricción de financiamiento que el gobierno enfrentaría.

La conveniencia de mantener una política monetaria restrictiva debido a los riesgos mencionados, se ve reforzada por la necesidad de consolidar la credibilidad del público en los objetivos de inflación multianuales. Aunque los resultados que se han obtenido durante la transición al esquema de objetivos de inflación han sido positivos, con inflaciones menores que las metas en 1999 y en 2000, no hay que olvidar que en esos años el entorno externo fue particularmente benéfico.

A fin de fortalecer la credibilidad en la política monetaria, es importante que en 2001 también se logre el objetivo de inflación, a pesar del ambiente menos propicio. En la medida en que el año avance, se disipen los elementos de riesgo prevalecientes y la evolución de la inflación y de las expectativas sobre la misma se tornen más congruentes con los objetivos multianuales acordados, las presiones sobre la política monetaria tenderán a reducirse.