

Informe sobre la  
Inflación  
Octubre – Diciembre 2000  
y  
Programa Monetario  
para 2001

---



BANCO DE MEXICO

---

ENERO, 2001



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

**Subgobernadores**

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜEMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB



*El Artículo 51 de la Ley del Banco de México contiene provisiones para conciliar la autonomía del Instituto Central con la necesaria rendición de cuentas sobre su gestión. La fórmula que el Legislativo consideró más apropiada a ese fin es la presentación por parte del Banco Central de informes periódicos sobre sus políticas y actividades. El artículo citado señala en su fracción I, que en enero de cada año el Instituto Central enviará al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión, y en los recesos de este último a su Comisión Permanente, una exposición sobre la política monetaria a seguir por la Institución en el ejercicio respectivo.*

*A partir de la promulgación de su actual Ley, el Banco de México ha instrumentado la política monetaria con el objetivo prioritario de abatir la inflación de manera perdurable. Un elemento fundamental de la estrategia ha sido el fortalecimiento de la credibilidad en el Instituto Central con respecto al logro de su objetivo. Para ello, el Banco de México ha hecho un esfuerzo sin precedentes a fin de dar a conocer su interpretación de los acontecimientos que afectan a la economía del país y las acciones y políticas adoptadas para propiciar su mejor desempeño. Lo anterior se ha traducido en una mayor transparencia de la política monetaria, al aumentar tanto el volumen como la oportunidad de la información que el Banco provee a la ciudadanía.*

*En congruencia con lo anterior, la Junta de Gobierno del Banco de México acordó publicar a partir de abril de 2000 Informes Trimestrales sobre la Inflación en los meses de enero, abril, julio y octubre. Los referidos Informes contienen una descripción detallada de la evolución de la inflación y de los principales factores que la afectaron, así como la evaluación del entorno económico que ha servido de fundamento para las acciones de política monetaria requeridas para cumplir con el mandato Constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Los Informes sobre la Inflación correspondientes al primero, segundo y tercer trimestres de 2000 fueron enviados oportunamente al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión.*

*El presente documento incluye tanto el “Informe sobre la Inflación: Octubre–Diciembre 2000” como el “Programa Monetario para 2001”. En este último apartado, en cumplimiento de lo dispuesto por el citado Artículo 51, fracción I de la Ley del Banco de México, se presenta la exposición sobre la política monetaria correspondiente al ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 2001.*



## **ADVERTENCIA**

*A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 25 de enero de 2001. Algunas cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.*



## INDICE

<b>I.</b>	<b>Introducción</b>	<b>1</b>
<b>II.</b>	<b>Informe sobre la Inflación: Octubre–Diciembre 2000</b>	<b>3</b>
II.1.	Evolución Reciente de la Inflación	3
II.2.	Comportamiento de los Distintos Indicadores de Inflación	4
II.2.1.	Indice Nacional de Precios al Consumidor	4
II.2.2.	Inflación Subyacente	6
II.2.3.	Indice Nacional de Precios Productor (INPP)	10
II.2.4.	Resumen	10
II.3.	Principales Determinantes de la Inflación	11
II.3.1.	Entorno Externo y Tipo de Cambio	11
II.3.2.	Precio del Petróleo	11
II.3.3.	Evolución de la Economía de los Estados Unidos	13
II.3.4.	Evolución de la Economía en el Resto del Mundo	16
II.3.5.	Impacto del Entorno Externo sobre la Economía Nacional	17
II.3.6.	Remuneraciones, Salarios y Empleo	19
II.3.7.	Oferta y Demanda Agregadas	24
II.3.8.	Precios Administrados y Concertados	31
II.3.9.	Finanzas Públicas	32
II.3.10.	Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación	33
II.4.	La Política Monetaria durante el Cuarto Trimestre de 2000	34
II.4.1.	Acciones de Política Monetaria	34
II.4.2.	Evolución de los Agregados Monetarios	39
<b>III.</b>	<b>Panorama General de la Economía en 2000 y Perspectivas del Sector Privado para 2001</b>	<b>49</b>

III.1. Aspectos Sobresalientes de la Evolución de la Economía y de la Aplicación de la Política Monetaria en 2000	49
III.2. Perspectivas del Sector Privado para 2001	52
III.2.1. Pronóstico sobre los Principales Determinantes de la Inflación	52
III.2.2. Expectativas de Inflación del Sector Privado	56
<b>IV. Programa Monetario para 2001</b>	<b>59</b>
IV.1. Evolución Reciente del Esquema de Política Monetaria: La Convergencia a Objetivos de Inflación	59
IV.2. Elementos del Programa Monetario	68
IV.2.1. Objetivos del Programa	68
IV.2.2. Instrumentación de la Política Monetaria	72
IV.2.3. Análisis de las Presiones Inflacionarias y Política de Comunicación	75
IV.3. Perspectivas para el año 2001 y Balance de Riesgos	77
IV.3.1. Entorno Externo	78
IV.3.2. Evolución Prevista para las Principales Variables Macroeconómicas en 2001	80
IV.3.3. Balance de Riesgos	84
<b>V. Consideraciones Finales</b>	<b>88</b>
<b>VI. Apéndice: Pronóstico de la Demanda de Base Monetaria en 2001</b>	<b>91</b>

## I. Introducción

---

El desempeño de la economía de México en 2000 resultó sustancialmente mejor que el anticipado al inicio de ese año. La inflación anual se redujo de 12.32 por ciento en diciembre de 1999 a 8.96 por ciento en diciembre de 2000. De esta manera se cumplió con un amplio margen la meta de alcanzar una inflación que no excediera de 10 por ciento. Asimismo, se estima que el incremento real del PIB durante el año pasado haya sido superior a 7 por ciento. Con este resultado, el crecimiento promedio de la economía mexicana en los últimos cinco años ha sido mayor que 5.3 por ciento. Además, en este período la inflación se redujo 43 puntos porcentuales, confirmando de esta manera que el abatimiento de la inflación es una condición necesaria para el crecimiento y el desarrollo económico.

En 2000 se rompió con el ciclo de crisis sexenales que había aquejado a México por más de dos décadas. Esto fue consecuencia, entre otros factores, de la aplicación prudente de las políticas macroeconómicas en los últimos años, de los esfuerzos para disminuir la vulnerabilidad de la economía nacional ante cambios bruscos en la disponibilidad de financiamiento externo y de un proceso electoral ordenado.

Si bien los avances que se han logrado en la reducción de la inflación han sido considerables, el ritmo de crecimiento de los precios en México es todavía elevado, por lo que sigue constituyendo un obstáculo para un proceso de desarrollo económico armónico y sostenido. Por ello, la Junta de Gobierno del Banco de México ha establecido como meta de mediano plazo la convergencia a una inflación de 3 por ciento para el año 2003. Asimismo, con el fin de establecer una meta de corto plazo, en octubre de 2000 el Banco de México anunció que el objetivo de la política monetaria en 2001 sería alcanzar una inflación que no exceda de 6.5 por ciento.

En los últimos años, la estrategia de política monetaria se ha ido modificando con el fin de incrementar su efectividad y transparencia ante los cambios que ha venido experimentando la economía de México. Esta evolución ha tenido como resultado una convergencia gradual hacia un esquema de objetivos de inflación. Este esquema de política monetaria

ha sido utilizado exitosamente por un número importante de bancos centrales, tanto en economías desarrolladas como emergentes. En el presente documento se explican los aspectos principales de dicho esquema.

Los esfuerzos de reducción de la inflación en 2001 se llevarán a cabo sin el beneficio de un contexto internacional tan favorable como el observado en los dos últimos años. En particular, la desaceleración esperada de la economía de los Estados Unidos y la caída de los precios del petróleo, son perturbaciones externas que podrían ocasionar mayores presiones inflacionarias. Asimismo, la rigidez de las expectativas de inflación, relativamente estancada en niveles incompatibles con el objetivo y la vigorosa expansión de la demanda interna también podrían hacer más costosa la lucha contra la inflación. Por ello, la Junta de Gobierno del Banco de México ha estado intensificando la restricción monetaria en los últimos meses. Durante 2000, el Banco de México declaró en repetidas ocasiones que en estas circunstancias también resultaba indispensable un ajuste fiscal. Si bien el Presupuesto de Egresos de la Federación y la Ley de Ingresos para 2001, son pasos en la dirección correcta, las finanzas públicas aún presentan síntomas de vulnerabilidad, los cuales tendrán que ser atendidos vía la instrumentación de una reforma fiscal integral.

La aplicación de políticas monetaria y fiscal restrictivas propiciará la continuación del descenso de la inflación, pese al entorno menos favorable, e inducirá un acomodo ordenado de la economía al cambio que se ha suscitado en el contexto internacional.

## II. Informe sobre la Inflación: Octubre–Diciembre 2000

---

### II.1. Evolución Reciente de la Inflación

---

La evolución de los precios durante el cuarto trimestre de 2000 permitió que, por segundo año consecutivo, se cumpliera satisfactoriamente con la meta de inflación. Así, el objetivo de alcanzar en el año una inflación anual que no excediese de 10 por ciento se obtuvo con holgura, ya que ésta resultó de 8.96 por ciento. Sin embargo, la tendencia decreciente mostrada por la inflación general desde febrero de 1999 se detuvo durante el trimestre que se reporta. Al respecto cabe destacar que en el periodo octubre–diciembre:

- (a) la inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) se incrementó;
- (b) la inflación anual subyacente continuó disminuyendo; y
- (c) la inflación mensual superó las expectativas correspondientes del sector privado.

Lo anterior discrepa con lo establecido en el escenario base que se planteó en el Informe sobre la Inflación correspondiente al trimestre anterior. La principal diferencia es que en ese documento la previsión era que la tendencia descendente de la inflación general continuaría. Entre las causas a las que puede atribuirse el relativo estancamiento del proceso de desinflación, cabe mencionar las siguientes:

- (a) El aumento de la tasa de crecimiento anual de todos los subíndices de precios que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente. Estos se refieren a los de los bienes administrados (particularmente del gas para uso doméstico) y concertados, los de servicios educativos y los de productos agropecuarios.
- (b) La persistencia que presentó la inflación del Índice Nacional de Precios al Productor sin petróleo y sin servicios, después de su repunte en el tercer trimestre. Esta influencia desfavorable se ha debido, en buena parte, al significativo incremento de los

precios del gas natural y, por consiguiente, de la electricidad para uso industrial.

- (c) El agotamiento del efecto favorable que se derivó de la corrección de los incrementos nominales a los salarios contractuales que tuvo lugar al inicio del año.

## **II.2. Comportamiento de los Distintos Indicadores de Inflación**

---

A continuación se analiza la evolución que tuvieron los distintos índices de precios durante el trimestre octubre–diciembre de 2000.

### **II.2.1. Índice Nacional de Precios al Consumidor**

En el cuarto trimestre de 2000, la inflación anual medida por el INPC se incrementó. Además, debido principalmente a efectos estacionales, la inflación acumulada durante este trimestre fue mayor que la del anterior.

La inflación anual terminó el año en 8.96 por ciento. Ello significó un aumento de 0.11 puntos porcentuales con respecto al nivel del cierre del trimestre anterior (Gráfica 1). Este resultado contrasta desfavorablemente con las disminuciones que registró este indicador en los primeros tres trimestres del año y que fueron, respectivamente, de 2.21, 0.70 y 0.56 puntos porcentuales.

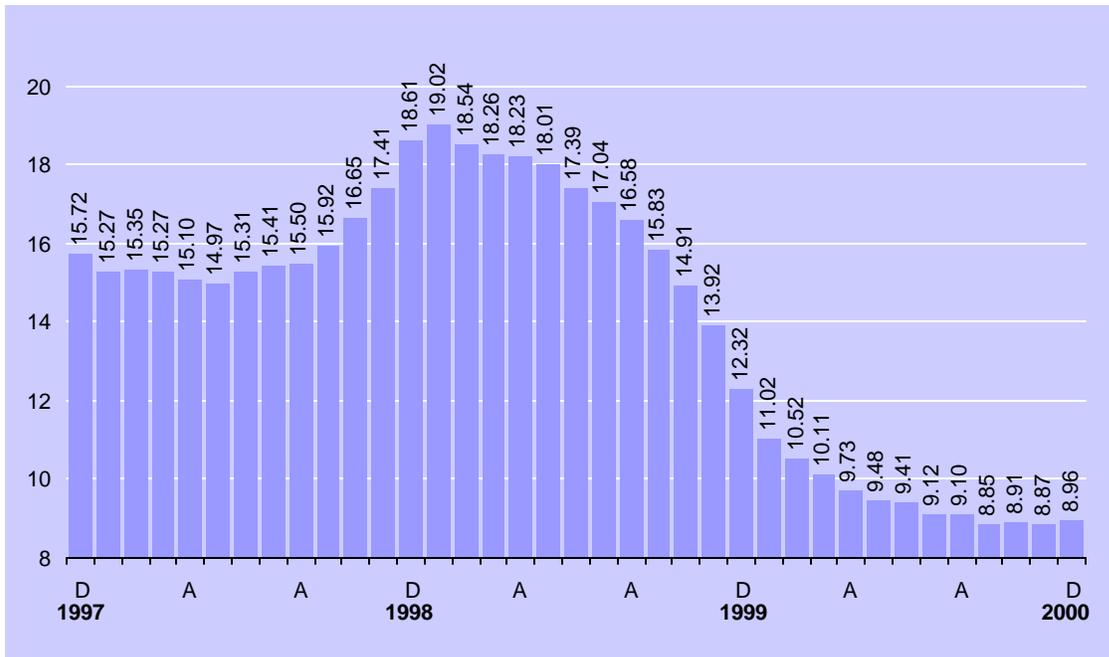
El crecimiento a tasa mensual del INPC en octubre, noviembre y diciembre resultó mayor que el esperado por los analistas del sector privado al cierre del trimestre previo<sup>1</sup> (Cuadro 1). Lo anterior difiere del desempeño de esta variable en los tres trimestres anteriores ya que, con excepción del dato correspondiente a agosto, la inflación había sido inferior a las expectativas de los analistas en todos los meses del periodo.

---

<sup>1</sup> Estos pronósticos se reportaron en el Informe sobre la Inflación: Julio-Septiembre 2000 en el Cuadro 9, p. 60.

**Gráfica 1**

**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
Variación anual en por ciento



**Cuadro 1**

**Inflación Observada y Esperada durante el Trimestre Octubre-Diciembre**  
Por ciento

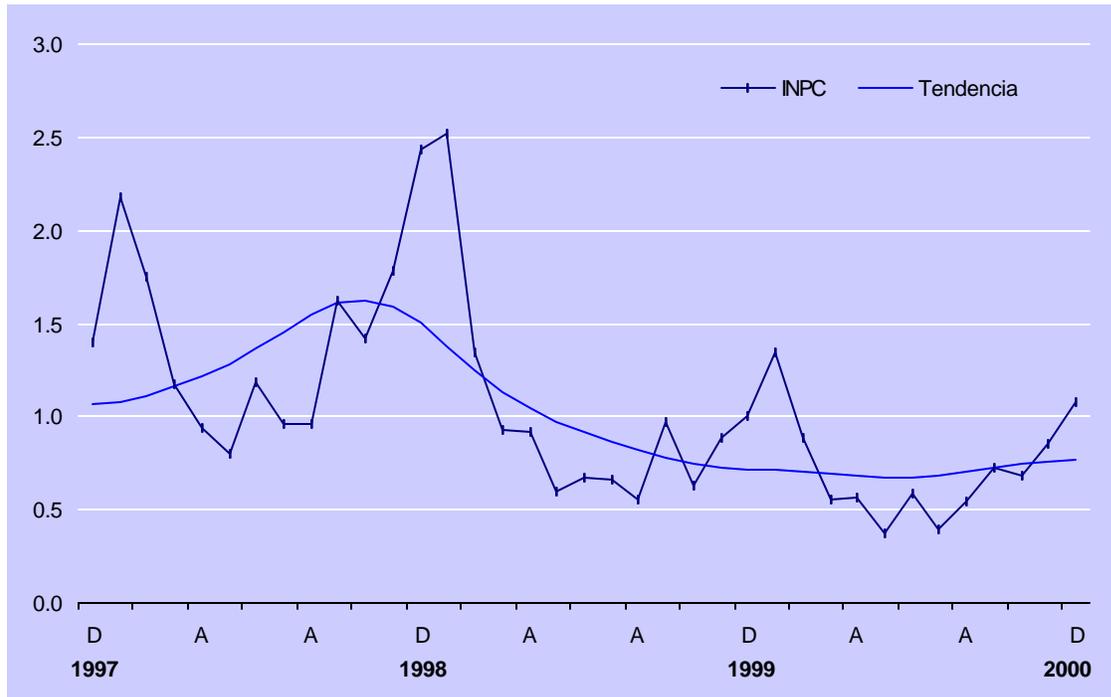
	2000		1999	
	Inflación Mensual		Inflación Mensual	
	Observada	Esperada 1/	Observada	Esperada 1/
Octubre	0.69	0.60	0.63	0.82
Noviembre	0.86	0.77	0.89	1.04
Diciembre	1.08	1.05	1.00	1.53

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

En octubre, noviembre y diciembre la inflación mensual fue, respectivamente, de 0.69, 0.86 y 1.08 por ciento. Estas tasas mensuales fueron superiores a las correspondientes al trimestre precedente, debido sobre todo a la influencia de fenómenos estacionales. Además, la inflación mensual de octubre y diciembre resultó mayor que la de los mismos meses de 1999 y la de noviembre presentó una reducción muy pequeña con respecto a la de igual mes de 1999. En virtud de lo anterior,

no resulta sorprendente que la serie de tendencia<sup>2</sup> de dicha variable muestre una ligera reversión (Gráfica 2).

**Gráfica 2** **Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
Variación mensual en por ciento



## II.2.2. Inflación Subyacente

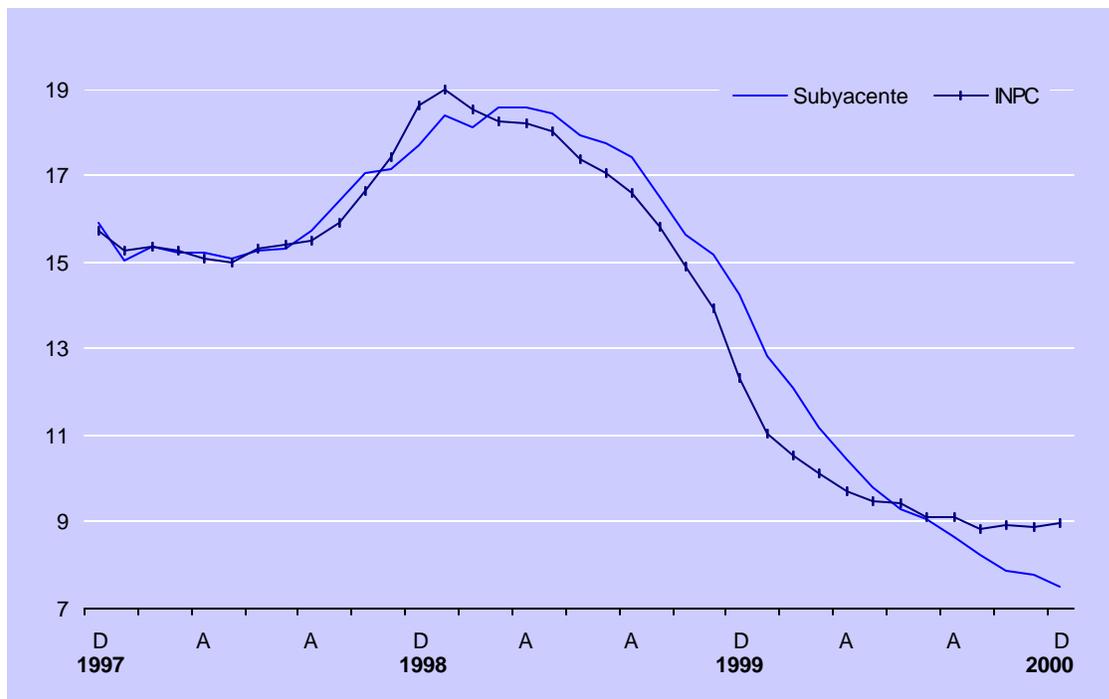
En el cuarto trimestre de 2000, al igual que ocurrió en el tercero, la inflación subyacente anual se situó por debajo de la inflación general. En diciembre la brecha entre la inflación anual del INPC y la del índice subyacente, equivalente a 1.44 puntos porcentuales, fue la más amplia observada en los últimos siete meses. A diferencia de lo que ocurrió con la inflación del INPC, la subyacente continuó disminuyendo (Gráfica 3). Así, al cierre de 2000, la tasa anual de crecimiento del índice de precios subyacente resultó de 7.52 por ciento, mientras que en septiembre había sido de 8.26 por ciento. Esta reducción de 0.74 puntos porcentuales fue inferior al descenso de 1.03 puntos porcentuales registrado en el trimestre anterior.

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

Gráfica 3

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

Variación anual en por ciento



La evolución durante el trimestre del índice de precios subyacente sugiere que los aumentos anuales registrados por los subíndices de precios de los servicios educativos, de los bienes administrados y concertados y de los productos agropecuarios no ha interrumpido el proceso general de desinflación (Cuadro 2). Sin embargo, de continuar las presiones sobre los precios mencionados, es indudable que podría contaminarse dicho proceso. Una primera señal digna de advertirse al respecto es la ligera desaceleración que experimentó en los últimos meses de 2000 el índice subyacente.

Diciembre fue el séptimo mes consecutivo en que la inflación anual subyacente resultó menor que el crecimiento del INPC. Ello indica que los fenómenos transitorios que en los primeros meses del año contribuyeron al abatimiento de la inflación anual, dejaron de ejercer influencia en el segundo semestre. Al cierre de 2000 todos los subíndices de precios excluidos del cálculo de la inflación subyacente exhibieron tasas anuales de incremento superiores a las del INPC.

## Cuadro 2

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

Variación en por ciento

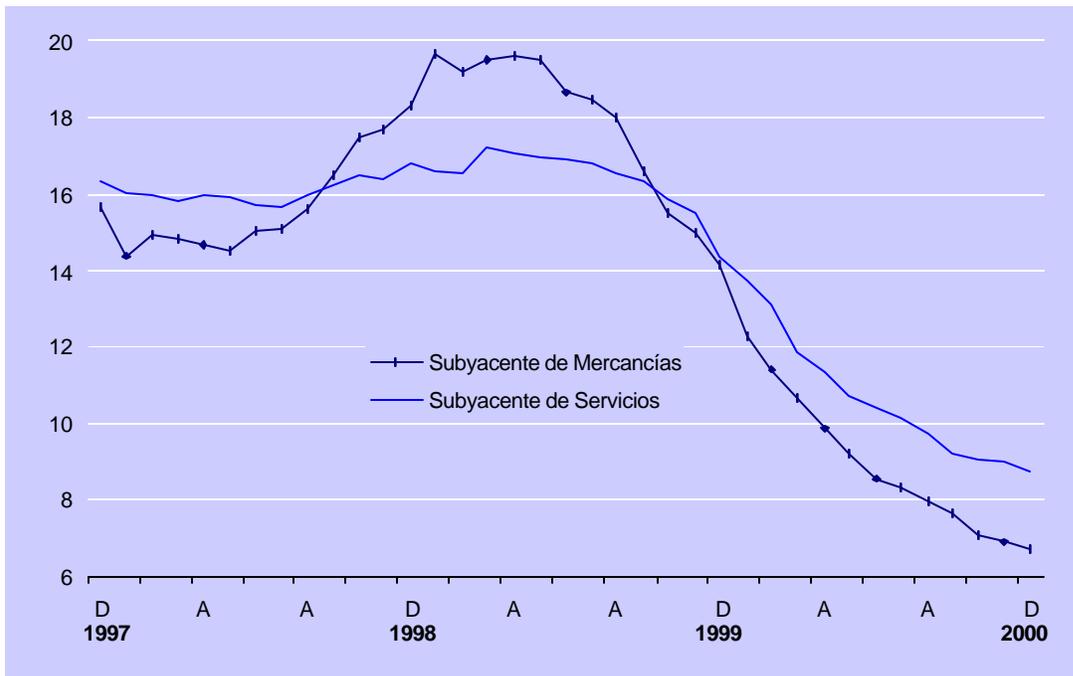
	Variaciones Anuales			Variaciones Trimestrales		
	Dic 2000/ Dic 1999	Sep 2000/ Sep 1999	Dic 1999/ Dic 1998	Dic 2000/ Sep 2000	Sep 2000/ Jun 2000	Dic 1999/ Sep 1999
	INPC	8.96	8.85	12.32	2.65	1.68
Subyacente	7.52	8.26	14.24	1.60	1.14	2.31
Mercancías	6.68	7.64	14.13	1.42	0.95	2.33
Servicios	8.77	9.19	14.40	1.87	1.41	2.27
Agropecuarios	10.07	5.42	0.25	5.31	0.77	0.86
Educación	15.16	15.08	18.10	0.09	12.20	0.02
Administrados y Concertados	12.58	12.41	13.36	5.31	2.51	5.15

A lo largo del periodo octubre–diciembre de 2000, la inflación subyacente anual de las mercancías y de los servicios continuó reduciéndose. Sin embargo, el ritmo de descenso de la de los servicios se moderó<sup>3</sup> (Gráfica 4). El incremento anual del subíndice de precios subyacente de las mercancías pasó de 7.64 por ciento al cierre del trimestre anterior a 6.68 por ciento en diciembre. En contraste, la inflación anual del subíndice de precios subyacente de los servicios descendió solamente de 9.19 por ciento en septiembre a 8.77 por ciento en el mismo periodo.

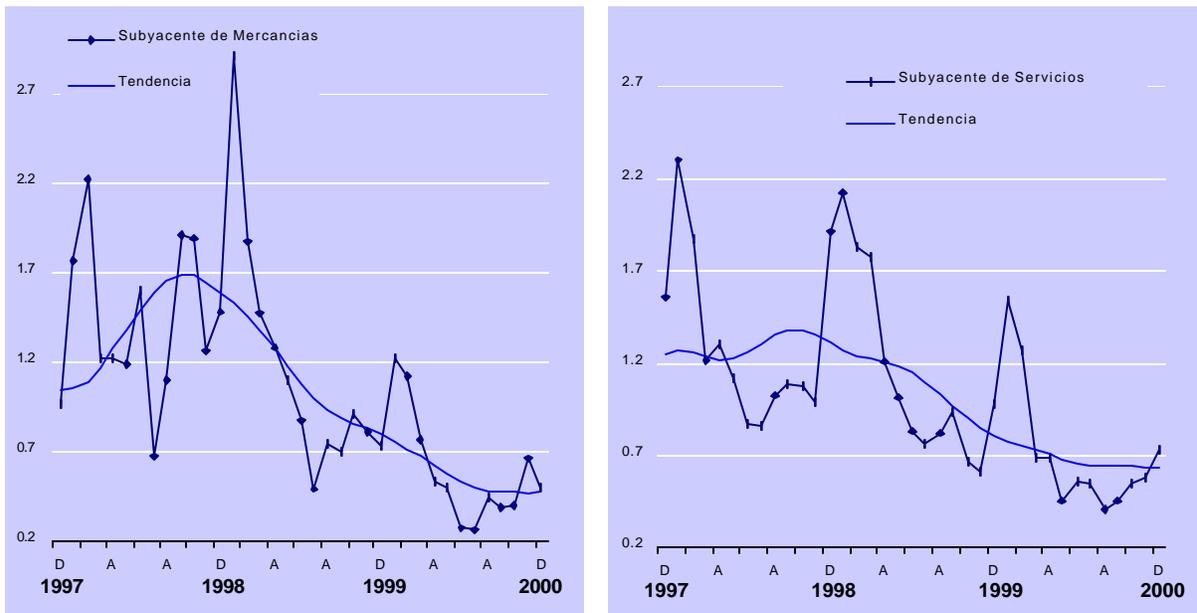
En congruencia con el comportamiento estacional observado en otros años, la inflación subyacente acumulada en el cuarto trimestre, tanto de las mercancías como de los servicios, resultó mayor que en el trimestre precedente. Lo anterior en virtud de que durante esta época del año se actualizan muchos precios. Así, a diciembre la variación trimestral de los índices referidos fue, respectivamente, de 1.42 y 1.87 por ciento. Cabe señalar que en el cuarto trimestre el crecimiento mensual de las series de tendencia de ambos índices mostró estabilidad con respecto a los datos del trimestre anterior (Gráfica 5).

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

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



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



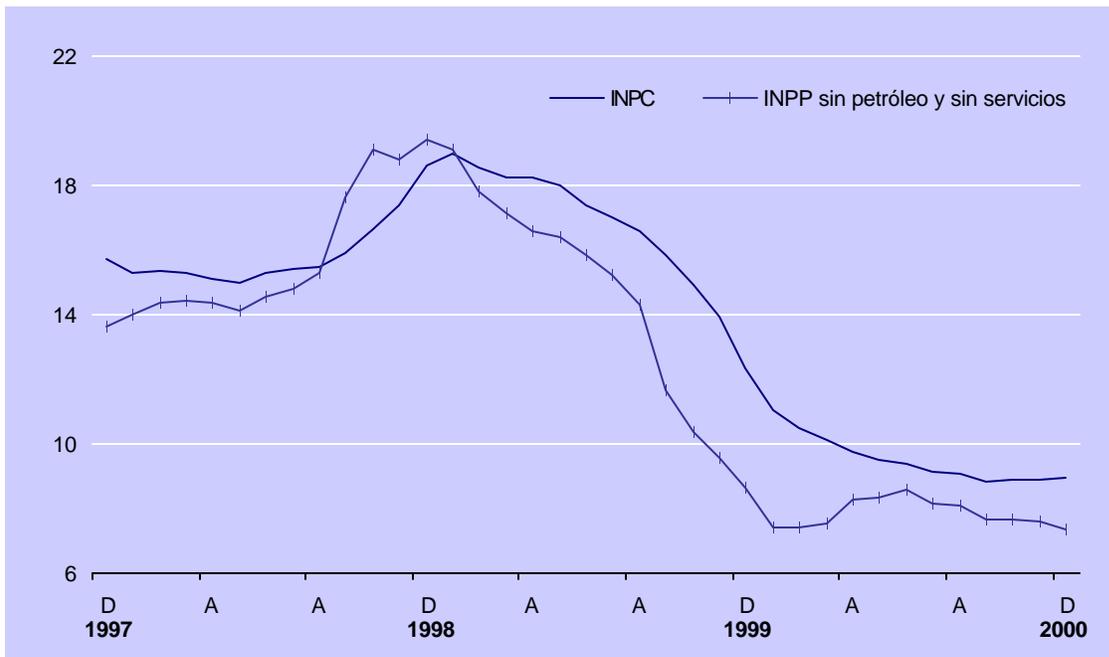
### II.2.3. Índice Nacional de Precios Productor (INPP)

En el trimestre que se reporta, la inflación anual medida por el INPP sin petróleo y sin servicios resultó ligeramente inferior a la del cierre del trimestre anterior. Así, su tasa de crecimiento anual fue en diciembre de 7.38 por ciento, mientras que en septiembre había sido de 7.68 por ciento (Gráfica 6). El estancamiento de la inflación del INPP se explica en buena parte por las elevaciones de 11.6 y 20.9 por ciento que experimentaron, respectivamente, durante el trimestre los precios del gas natural y de la electricidad para uso industrial.

Gráfica 6

### Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Productor sin Petróleo y sin Servicios

Variación anual en por ciento



### II.2.4. Resumen

Al finalizar el cuarto trimestre de 2000, la inflación anual medida por el INPC se ubicó en un nivel inferior a 10 por ciento, cumpliéndose con holgura la meta para el año. Sin embargo, resulta preocupante que la inflación general expresada a tasa anual haya exhibido un ligero incremento en el trimestre. Aunque este fenómeno se explica principalmente por factores transitorios, también es una advertencia sobre el riesgo de que el proceso de formación de las expectativas de inflación

se vea contaminado por la resistencia a la baja de la inflación del INPC, la cual ha estado influida de manera significativa por el comportamiento de los precios en algunos sectores específicos.

### **II.3. Principales Determinantes de la Inflación**

---

#### **II.3.1. Entorno Externo y Tipo de Cambio**

Durante el trimestre octubre–diciembre de 2000 la evolución de las variables externas que influyen sobre el comportamiento de la economía mexicana fue menos favorable que la que se observó en el trimestre anterior. A lo largo de octubre, la incertidumbre que despertaron los problemas financieros experimentados por Argentina afectó a las variables financieras de México, lo cual se reflejó en el comportamiento del tipo de cambio. Sin embargo, la repercusión de esta perturbación sobre los mercados internos resultó transitoria ya que en noviembre los mercados nacionales volvieron a estabilizarse.

Por otro lado, el elevado precio del petróleo prevaleciente durante los primeros once meses del año no parece haber incidido significativamente sobre el comportamiento de la inflación subyacente en los países industrializados importadores del energético. En consecuencia, durante los primeros dos meses del cuarto trimestre dicho efecto no derivó en presiones adicionales sobre los mercados financieros internacionales. Obviamente, su favorable influencia sobre las cuentas externas de México persistió en el transcurso de octubre y noviembre, al representar una fuente adicional de ingresos para el país. Durante diciembre el precio del energético sufrió una disminución importante. A pesar de lo anterior, el balance de las fluctuaciones del precio del energético resultó positivo. Finalmente, en el transcurso del cuarto trimestre se observaron señales de una desaceleración más pronunciada que la esperada de la economía de los Estados Unidos. Sin embargo, ello no se reflejó en el comportamiento de las cuentas externas de México, lo que contribuyó a una relativa estabilidad en el mercado cambiario.

#### **II.3.2. Precio del Petróleo**

En el cuarto trimestre de 2000 el precio internacional del petróleo sufrió altibajos, habiéndose mantenido en promedio en un nivel

similar al observado a largo del año. A partir de su máximo histórico alcanzado en la primera mitad de septiembre, dicho precio disminuyó significativamente una vez que el mercado absorbió los efectos del aumento de la oferta de los países no miembros de la OPEP y de la liberación de la reserva estratégica de los Estados Unidos. A mediados de octubre la cotización del crudo repuntó a raíz de la incertidumbre que despertaron las hostilidades entre israelíes y palestinos, regresando a su nivel promedio hacia fines de mes. En la víspera de la reunión de la OPEP celebrada el 13 de noviembre, y ante la amenaza de reducción de las exportaciones de Iraq, el precio internacional volvió a aumentar. Sin embargo, la resolución de la ONU en favor del restablecimiento de las exportaciones de Iraq, el elevado nivel de los inventarios acumulados por los países industrializados y el cambio en las perspectivas de crecimiento de la economía de los Estados Unidos provocaron que el precio del petróleo disminuyera significativamente durante diciembre.

El comportamiento del precio internacional del petróleo dio lugar a que el de la mezcla mexicana de exportación exhibiera alta volatilidad. Durante octubre su promedio mensual fue mayor que el precio implícito en la cotización del futuro prevaleciente a principios del trimestre. Sin embargo, la caída del precio internacional en noviembre y diciembre causó que el precio de la mezcla mexicana se viera superado por la referida cotización del futuro (Gráfica 7).

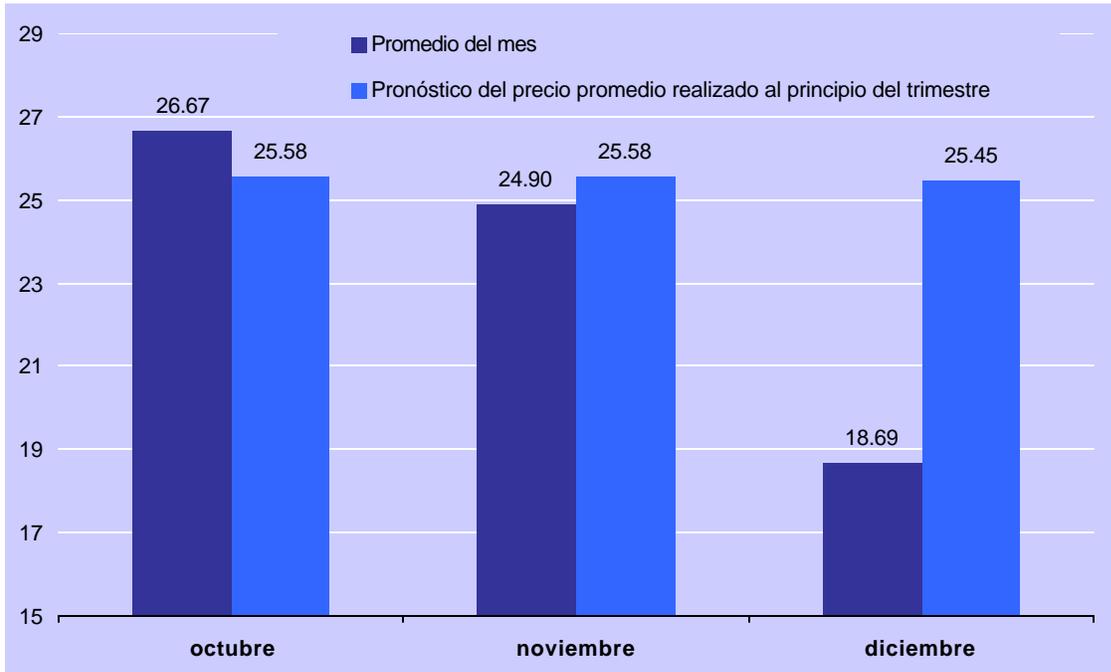
El elevado precio internacional del petróleo prevaleciente en octubre y noviembre de 2000 indujo incrementos en el precio de los energéticos en los países industrializados que son importadores del hidrocarburo. Aunque este factor contribuyó a que en la zona del euro la inflación general continuase excediendo la meta de 2 por ciento anual, no se presentaron indicios de que haya afectado al comportamiento de la inflación subyacente ni en Europa ni en los Estados Unidos. Lo anterior evitó la repetición de un episodio semejante al ocurrido en septiembre cuando el incremento del precio del petróleo alteró la expectativa de inflación futura y causó volatilidad en los mercados internacionales de capital. Dado lo anterior, las fluctuaciones del precio del petróleo en esos meses no dieron lugar a reacciones restrictivas por parte de los bancos centrales de los países industrializados, lo cual fue un elemento que

influyó favorablemente sobre los flujos de capitales que se dirigieron a las economías emergentes<sup>4</sup>.

**Gráfica 7**

**Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo de Exportación en 2000**

Dólares por barril



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

**II.3.3. Evolución de la Economía de los Estados Unidos**

La economía de los Estados Unidos se desaceleró durante el tercero y cuarto trimestres de 2000. El crecimiento real anual registrado por ese país en el tercer trimestre resultó de 2.2 por ciento, tasa considerablemente menor que las de 4.8 y 5.6 por ciento observadas durante el primero y segundo trimestres del año. Al momento de publicar el presente Informe, el consenso de los analistas es que el crecimiento del cuarto trimestre y del año 2000 en su conjunto cerró en 2.3 y 5.1 por ciento, respectivamente.

Durante octubre-diciembre de 2000 se experimentó un giro brusco en la percepción acerca del comportamiento futuro de la actividad económica en los Estados Unidos. Como se mencionó, durante el tercer

<sup>4</sup> Tanto el Banco Central Europeo como la Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvieron sin modificación durante el trimestre octubre-diciembre su objetivo de tasas de interés de corto plazo.

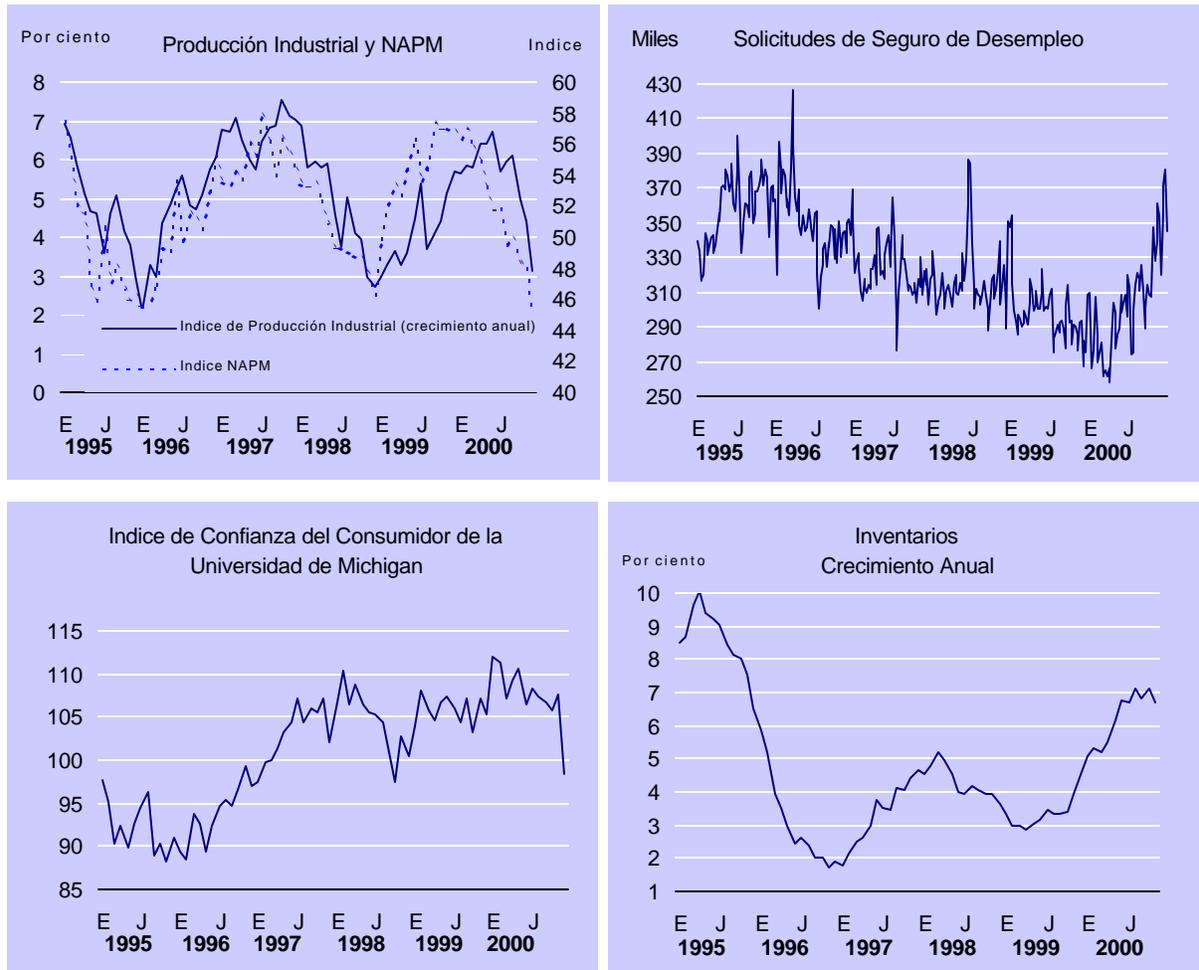
trimestre el crecimiento mostró una reducción significativa y, aunque parte de ésta fue explicable por una contracción de una sola vez del gasto del gobierno, tanto la inversión privada como el consumo alcanzaron un incremento menor que el obtenido en los dos trimestres anteriores. Además, algunos indicadores del sector manufacturero dados a conocer en octubre apuntaron en la dirección de una desaceleración de la actividad industrial, corroborando lo observado durante el tercer trimestre. Los demás indicadores señalaban aún una desaceleración gradual, sugiriendo una reducción del crecimiento hacia un nivel sostenible en el mediano plazo<sup>5</sup>. No fue sino hasta noviembre que el Índice de la Encuesta de la Asociación Nacional de Gerentes de Compras (NAPM), un indicador adelantado de la producción industrial, señaló claramente la posibilidad de una expansión del sector industrial mucho más lenta que la esperada. Durante el mismo mes se reportaron más de 350,000 solicitudes de seguro de desempleo, el mayor nivel en más de dos años. Asimismo, el índice de confianza del consumidor se mantenía deprimido, y el crecimiento de los inventarios indicaba una posible contracción de la producción futura (Gráfica 8).

La probabilidad de que la mencionada desaceleración se convierta en un debilitamiento general de la actividad económica en los Estados Unidos ha dado lugar, durante los pasados dos meses, a correcciones sucesivas en la estimación del crecimiento para el primer semestre de 2001, manteniéndose inalterado el pronóstico para el año 2000 en su conjunto. Actualmente, la expectativa de los analistas es que la economía de los Estados Unidos casi no crezca en el primer semestre de 2001 y que lo haga a una tasa de aproximadamente 1.8 por ciento en todo el año.

---

<sup>5</sup> En octubre se informó que el índice de la producción industrial creció en el tercer trimestre a una tasa anual de 2.8 por ciento, aumento considerablemente menor que el de 8.2 por ciento registrado el trimestre anterior. Este anuncio precedió al del crecimiento del PIB para el tercer trimestre, el cual mostró una desaceleración mayor que la esperada. Sin embargo, indicadores del ingreso personal y del gasto presentaron incrementos que superaron las expectativas. El incremento del ingreso personal de 1.1 por ciento durante septiembre fue el mayor aumento mensual observado desde octubre de 1999. Al mismo tiempo el indicador de ahorro para agosto fue revisado a la baja, resultando ser la menor tasa desde 1959. Finalmente, los pedidos de bienes durables durante septiembre crecieron a una tasa anual de 1.8 por ciento, el doble que la esperada por los analistas.

**Gráfica 8 Indicadores Económicos de los Estados Unidos**



Fuente: National Association of Purchasing Managers, Bureau of the Census, Federal Reserve Board, Survey Research Center of the University of Michigan y Bloomberg.

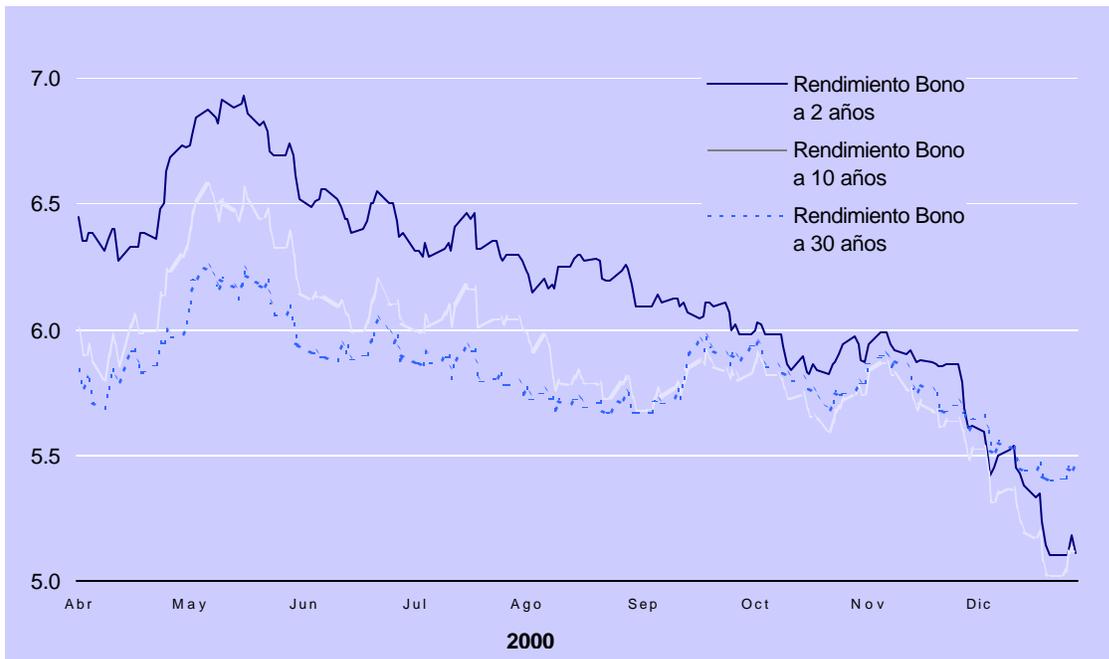
La evidencia de una desaceleración económica mayor que la esperada en los Estados Unidos ha debilitado la percepción de que pudieran surgir presiones inflacionarias en el futuro. Ello dio lugar a que la Reserva Federal mantuviera sin cambio durante el cuarto trimestre de 2000 su objetivo para la tasa de fondos federales y a que redujera dicha tasa en 50 puntos base el 3 de enero de 2001. Este cambio en las expectativas de inflación se ha reflejado también en una disminución de las tasas de interés de corto, mediano y largo plazos en ese país (Gráfica 9). Sin embargo, lo anterior no evitó manifestaciones de volatilidad en los mercados internacionales de capital. La perspectiva de un menor crecimiento y la reducción de las ganancias corporativas provocaron un aumento en la aversión al riesgo por parte de los inversionistas. Asimismo, propició que se redujera la oferta de fondos para los proyectos de mayor riesgo y una baja sustancial en los mercados de

valores de los Estados Unidos. Este último factor contribuyó a que se contrajeran los flujos de capital a las economías emergentes.

**Gráfica 9**

**Rendimiento de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 2, 10 y 30 años**

Por ciento



**II.3.4. Evolución de la Economía en el Resto del Mundo**

La evolución de las economías del resto del mundo durante el trimestre octubre–diciembre de 2000 resultó en general favorable. En la zona del euro, se registraron signos de que se ha alcanzado el punto máximo de su ciclo expansivo. Para 2000 se espera un crecimiento de 3.5 por ciento, mayor que el de 2.9 por ciento del año anterior y que el de 2.4 por ciento anticipado para 2001. En vista de la desaceleración inminente, y aunque persisten presiones inflacionarias causadas por el elevado precio de los energéticos y por la debilidad del euro, el Banco Central Europeo mantuvo sin modificación su objetivo para la tasa de corto plazo desde principios de octubre. En noviembre dicho banco central intervino en el mercado cambiario para sostener al euro, factor que, aunado a las noticias sobre la desaceleración de la economía de los Estados Unidos, contribuyó a que dicha moneda se recuperara durante la segunda mitad del trimestre.

En Japón los factores externos han causado que la recuperación observada durante los primeros tres trimestres se debilitase en el cuarto. Si bien dicha recuperación ha estado impulsada por el sector industrial, la reacción del gasto de consumo interno es aún incipiente. Dicho escenario mantiene abierta la posibilidad de que la economía japonesa caiga en un nuevo episodio de estancamiento. En las economías recientemente industrializadas de Asia, en virtud de la importante influencia del comportamiento de las exportaciones, el panorama se ha deteriorado considerablemente al generalizarse la percepción de un menor crecimiento de la economía de los Estados Unidos.

Finalmente, respecto a Latinoamérica, la recuperación del crecimiento en algunos países y una expansión mayor que la esperada en Brasil y México, hicieron que la evolución de la economía de la región resultara satisfactoria durante el trimestre. Sin embargo, tanto la reciente volatilidad financiera como la desaceleración de la economía de los Estados Unidos son factores adversos que han aminorado la perspectiva de expansión futura. Asimismo, la situación política y económica de Argentina dio lugar a un aumento de la incertidumbre respecto de la capacidad de ese país para refinanciar sus obligaciones de deuda externa en el futuro cercano. A la luz de los lazos económicos que existen entre Argentina y Brasil, esta incertidumbre se reflejó en un mayor rendimiento neto de los bonos colocados por ambos países en los mercados internacionales.

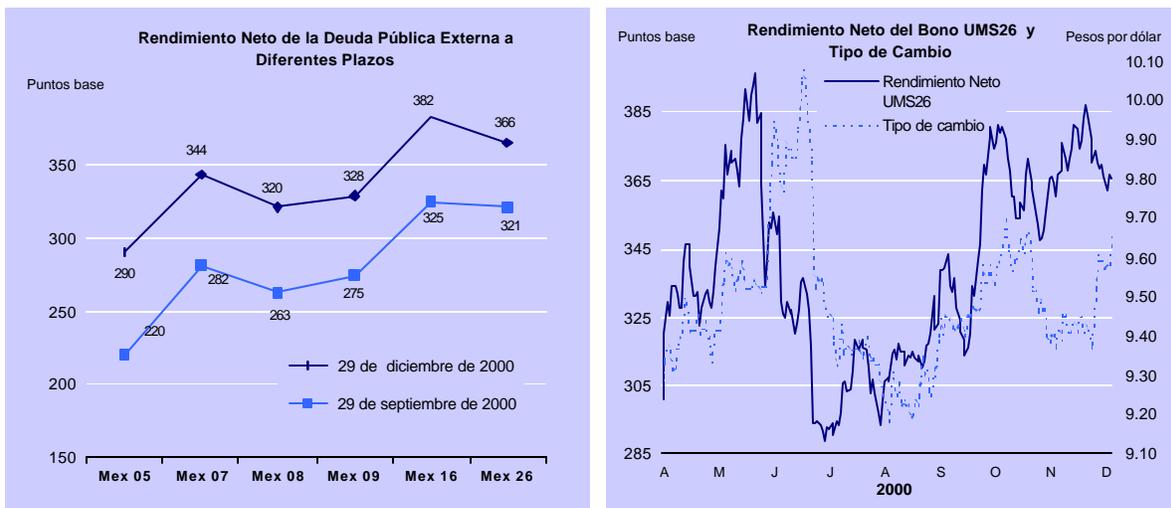
### **II.3.5. Impacto del Entorno Externo sobre la Economía Nacional**

Los problemas económicos sufridos por Argentina afectaron negativamente durante octubre el comportamiento de las variables financieras de México. Ello se hizo evidente cuando el rendimiento correspondiente al bono mexicano UMS26 se incrementó 42 puntos base y el tipo de cambio se depreció 1.3 por ciento. Sin embargo, el contagio causado por la situación de Argentina resultó transitorio ya que hacia finales del mes se revirtieron los aumentos mencionados tanto del rendimiento del UMS26 como del tipo de cambio.

A partir de octubre se constató en los mercados financieros internacionales un incremento en el diferencial de los rendimientos asociados a los bonos corporativos calificados como más riesgosos. Lo anterior, a consecuencia del aumento de la aversión al riesgo en los países desarrollados. Este fenómeno parece estar acentuándose a

medida que se acumula información sobre una desaceleración de la economía de los Estados Unidos más intensa que la esperada. Además, dicha influencia ha tenido un ligero efecto adverso sobre el flujo de capitales a las economías emergentes. Finalmente, en noviembre la calificadora Standard & Poor's dio a conocer una mejoría de sus perspectivas económicas para México, sugiriendo que esta empresa podría otorgar en breve la calificación de grado de inversión a la deuda pública externa del país. Esta acción provocó una disminución de 23 puntos base en el rendimiento neto del bono UMS26. De cualquier manera, la suma del impacto de todos estos fenómenos sobre dicho bono fue negativa, ya que durante el trimestre su rendimiento neto aumentó 45.1 puntos base (Gráfica 10).<sup>6</sup>

**Gráfica 10** 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.

En el transcurso del último trimestre de 2000 el tipo de cambio se mantuvo en un nivel promedio cercano a 9.50 pesos por dólar. Durante octubre el aumento de la incertidumbre causada por la situación en Argentina, influyó en el comportamiento del tipo de cambio. En dicho lapso éste se depreció, situándose durante la mayor parte del mes por arriba de la expectativa que mantenían a principios del periodo los analistas del sector privado (Gráfica 11). Sin embargo, en noviembre el tipo de cambio se apreció para situarse por debajo de esta expectativa y del nivel promedio prevaleciente a lo largo del año. Finalmente, durante

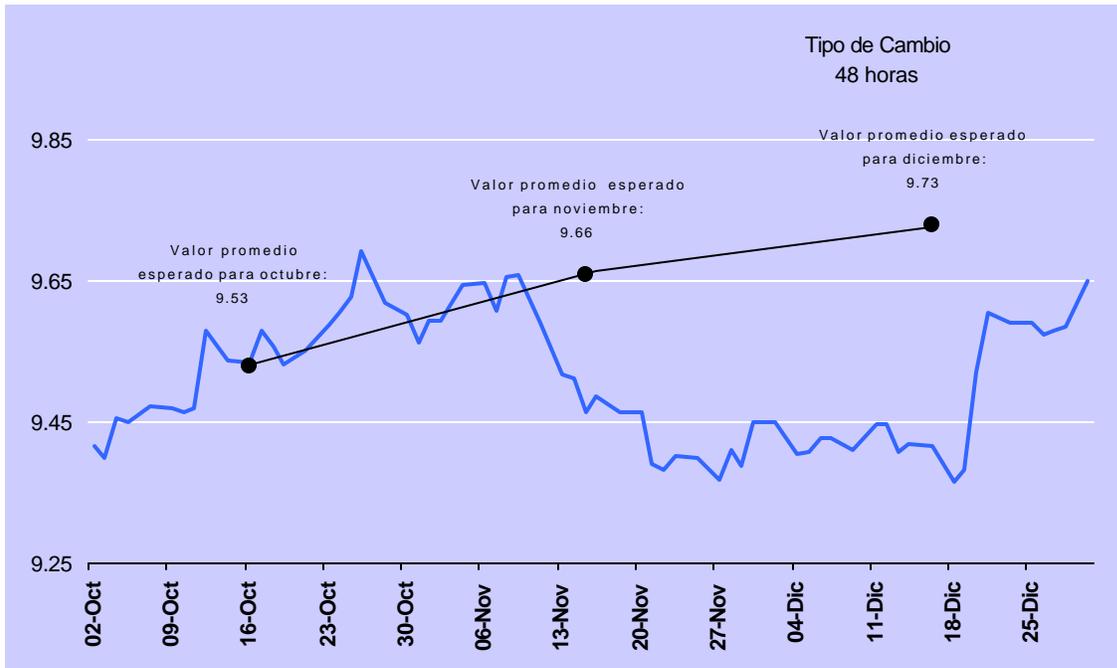
<sup>6</sup> Cabe aclarar que este deterioro de la percepción del riesgo país se tradujo en un menor incremento del rendimiento bruto, debido a la importante caída de las tasas de largo plazo en los Estados Unidos.

diciembre la significativa caída experimentada por el precio del petróleo, a través de su efecto sobre el comportamiento esperado de las cuentas externas del país y sobre las finanzas públicas, provocó una depreciación del tipo de cambio. Con ello, éste se situó otra vez ligeramente por encima del promedio anual, pero aún por debajo del nivel esperado al inicio del trimestre.

**Gráfica 11**

**Tipo de Cambio Observado y Esperado en Octubre-Diciembre de 2000**

Pesos por dólar



**II.3.6. Remuneraciones, Salarios y Empleo**

Los salarios y el empleo son dos de los principales factores que inciden sobre el comportamiento de la inflación. A continuación se presenta un análisis de la evolución de dichas variables durante el trimestre a que se refiere este documento.

**II.3.6.1. Remuneraciones**

En octubre de 2000, 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 13.5 por ciento y 18.2 por ciento. Con la excepción de la industria de la construcción, para la cual sólo se dispone de información hasta agosto, el

crecimiento de las remuneraciones reales por trabajador en los diferentes sectores resultó superior a 4 por ciento (Cuadro 3).

**Cuadro 3****Remuneraciones por Trabajador**

Variación anual en por ciento

	Variación Nominal								Variación Real							
	2000								2000							
	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct		
Industria Manufacturera	16.6	16.1	16.8	14.9	21.4	15.1	15.0	6.3	6.0	6.8	5.3	11.3	5.7	5.6		
Industria Maquiladora	12.2	20.5	17.7	16.9	21.7	14.5	17.1	2.3	10.1	7.5	7.1	11.5	5.2	7.5		
Industria de la Construcción	5.3	4.6	3.6	5.7	12.5	n.d.	n.d.	-4.0	-4.4	-5.3	-3.2	3.1	n.d.	n.d.		
Sector Comercio al Mayoreo	18.3	17.3	19.6	12.7	18.5	17.6	13.5	7.8	7.2	9.3	3.3	8.7	8.0	4.3		
Sector Comercio al Menudeo	16.3	15.2	19.9	14.1	20.5	15.4	18.2	6.0	5.2	9.5	4.6	10.4	6.1	8.6		

Durante el tercer trimestre del año, los costos unitarios de la mano de obra aumentaron en la mayoría de los sectores de la producción. Cabe destacar que en la industria maquiladora los costos unitarios registraron tasas de crecimiento positivas durante todos los meses del año para los que se tiene información (Cuadro 4).

Los incrementos de los salarios reales repercuten en aumentos de los costos unitarios de la mano de obra cuando el crecimiento de la productividad no es suficiente para compensarlos. Durante el tercer trimestre de 2000, se observaron tasas de crecimiento negativas del producto por trabajador tanto en la industria maquiladora como en la de la construcción. En contraste, en el mismo periodo, el producto por trabajador en la industria manufacturera presentó tasas de crecimiento promedio superiores a 4.5 por ciento.

**Cuadro 4**

**Costos Unitarios de la Mano de Obra y Producto por Trabajador**

Variación anual en por ciento

	Costos Unitarios de la Mano de Obra							Producto por Trabajador						
	2000							2000						
	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct
Industria Manufacturera	4.3	-1.4	1.8	0.7	3.9	0.6	-2.2	1.9	7.5	4.9	4.5	7.1	5.1	8.0
Industria Maquiladora	0.8	7.1	7.6	7.6	5.1	5.0	5.4	1.5	2.8	-0.1	-0.4	6.1	0.1	2.0
Industria de la Construcción	12.2	6.2	-6.2	0.6	-3.2	n.d.	n.d.	-14.4	-10.0	0.9	-3.8	6.5	n.d.	n.d.
Sector Comercio al Mayoreo	9.0	-1.9	5.1	1.5	3.0	4.9	-0.4	-1.1	9.3	4.0	1.7	5.5	2.9	4.7
Sector Comercio al Menudeo	-2.2	-4.1	7.8	-1.2	0.9	-1.1	3.2	8.4	9.7	1.6	5.9	9.4	7.2	5.2

FUENTE: Elaborado con información del INEGI.

Desde 1999 las revisiones salariales se han venido apoyando en expectativas de inflación que han resultado superiores a la inflación observada. Esa es la razón por la cual los incrementos salariales nominales han dado lugar a aumentos de las percepciones reales mayores que los esperados. Hasta el momento estos incrementos se han visto compensados por ganancias importantes de la productividad de la mano de obra. Sin embargo, es muy probable que la desaceleración que experimentará la economía mexicana en 2001 vendrá acompañada de una reducción de la tasa de crecimiento de la productividad. Por ello, de mantenerse la tendencia observada en el comportamiento del salario real, los costos unitarios de la mano de obra aumentarían, lo cual podría repercutir eventualmente en presiones sobre la inflación.

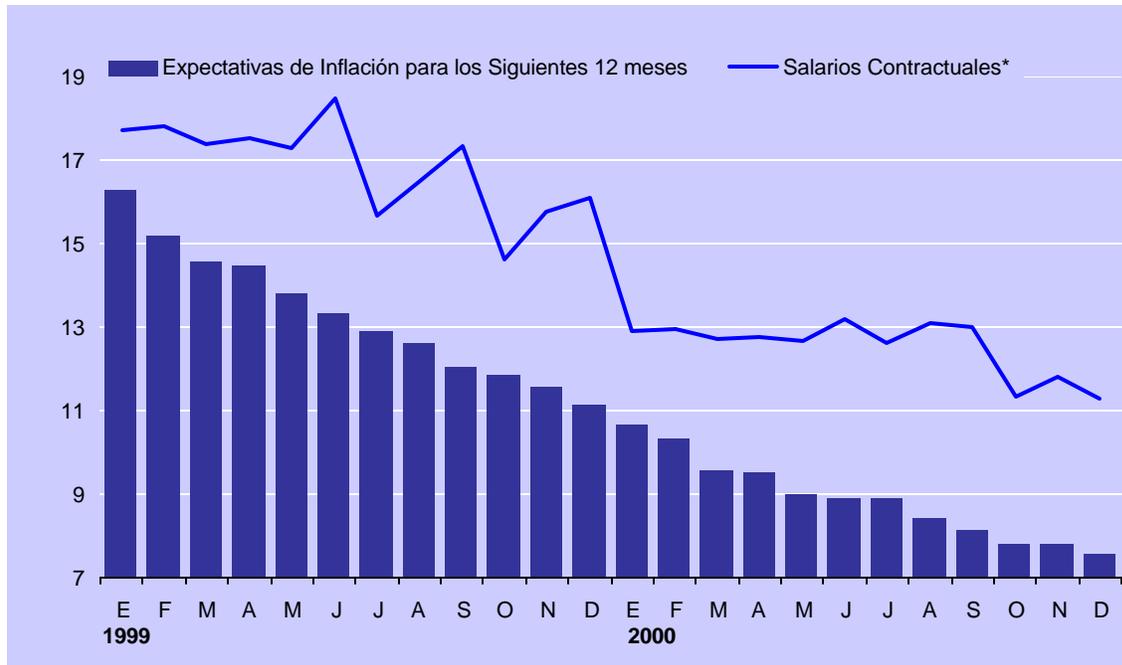
**II.3.6.2. Salarios Contractuales**

En octubre–diciembre de 2000, la tasa de crecimiento nominal de los salarios contractuales registró una reducción. Dicha tasa pasó de un nivel promedio de 12.8 por ciento en el tercer trimestre a 11.4 por ciento en el cuarto. Sin embargo, debido a que en el cuarto trimestre la inflación promedio esperada para los siguientes 12 meses resultó de 7.72 por ciento, el crecimiento esperado para el salario real es todavía elevado en relación con las ganancias de productividad que se consideran sostenibles.

Gráfica 12

**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.

\* Información preliminar para diciembre de 2000.

Al examinar el crecimiento de los salarios contractuales por sectores se observa que los aumentos salariales en las manufacturas (compuestas principalmente por bienes comerciables internacionalmente) se moderaron sólo ligeramente, ya que el incremento pasó de 12.8 en el tercer trimestre a 12.6 en el cuarto. Sin embargo, en otros sectores el aumento promedio se redujo en el mismo lapso 1.6 puntos porcentuales, al pasar de 12.8 a 11.2 por ciento (Cuadro 5).

La resistencia a la baja que exhibió el crecimiento nominal de los salarios contractuales durante 2000 y los aumentos observados al cierre de ese año son ciertamente causa de preocupación. El incremento real esperado para los salarios contractuales muy probablemente se encuentra por encima del nivel sostenible de crecimiento de la productividad de la mano de obra. De hecho, la variación real que han tenido las percepciones por arriba de los avances de la productividad se

está reflejando ya en algunos sectores en un movimiento alcista de los costos unitarios de la mano de obra.<sup>7</sup>

**Cuadro 5**

**Salarios Contractuales por Sectores**

Variación anual en por ciento

	2000								
	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic*
Manufacturas	13.9	13.8	13.9	12.5	13.8	13.1	12.7	13.3	11.1
Otros Sectores	12.3	12.1	12.5	13.8	12.1	12.9	11.2	11.4	11.5

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

\*Información preliminar.

**II.3.6.3. Empleo**

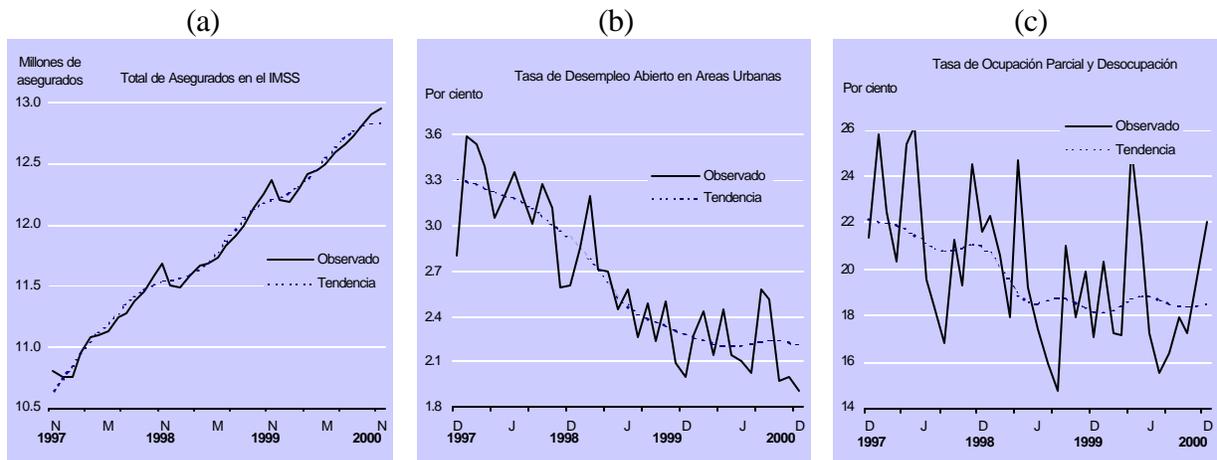
En el cuarto trimestre de 2000, el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se incrementó en 4.9 por ciento con relación al mismo periodo del año previo (Gráfica 13a). Así, para todo el año el aumento en el número de trabajadores asegurados ascendió a 529,348 personas. Por su parte, en diciembre la tasa de desempleo abierto se situó en 1.9 por ciento. Cabe notar que si bien en octubre y noviembre se registraron tasas de desempleo muy bajas, las series de tendencia tanto de la tasa de desempleo abierto como la de ocupación parcial y desocupación se mantuvieron relativamente estables en la segunda mitad del año (Gráfica 13b y Gráfica 13c).

<sup>7</sup> Por tres trimestres consecutivos los incrementos de los salarios contractuales nominales han sido mayores que los esperados por los analistas del sector privado, según la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado levantada por el Banco de México.

Gráfica 13

Indicadores de Empleo y Desempleo

Series de Tendencia



FUENTE: IMSS e INEGI.

II.3.7. Oferta y Demanda Agregadas

La información, publicada por el INEGI, sobre el comportamiento de la oferta y de la demanda agregadas durante el tercer trimestre de 2000, indica que en dicho periodo la evolución de los principales componentes de ambas variables continuaba siendo vigorosa. Sin embargo, en los datos desestacionalizados es posible observar una clara desaceleración de la oferta interna mientras que la demanda interna ha mantenido su fortaleza.

En el tercer trimestre, la demanda agregada creció a una tasa anual de 11.4 por ciento, ligeramente mayor que la registrada en el segundo. Salvo la inversión pública, las tasas de crecimiento anual de todos los componentes de la demanda agregada registraron alzas. Cabe destacar que el consumo privado fue el único rubro de la demanda agregada cuya tasa de expansión anual se incrementó de manera continua durante los primeros tres trimestres del año. El consumo ha respondido al incremento del empleo y de las remuneraciones reales, toda vez que la masa salarial real de la industria manufacturera registró a septiembre una tasa de crecimiento anual de 6.15 por ciento. El consumo de bienes duraderos es el componente del consumo total que ha presentado el mayor aumento. La expansión de este componente del consumo se ha visto influida por las siguientes causas: por la recomposición del acervo de este tipo de bienes, por la caída de su precio relativo asociada a la

apreciación del tipo de cambio real y por el incremento del crédito no bancario concedido al sector privado.

Por otra parte, el aumento de la inversión medido a tasa anual fue consecuencia de que la recuperación de la expansión de la inversión privada durante el tercer trimestre más que compensó la reducción de la tasa de crecimiento anual de la inversión pública.

A diferencia de lo ocurrido con la demanda interna, la tasa de crecimiento real anual del PIB experimentó una ligera disminución. Como resultado de lo anterior, las importaciones de bienes y servicios exhibieron una tasa de crecimiento creciente y superior a la de las exportaciones totales.

**Cuadro 6**

**Demanda y Oferta Agregadas en 1999 y 2000**

Variación real anual en por ciento

	1999			2000			
	III Trim.	IV Trim.	Anual	I Trim.	II Trim.	III Trim.	Anual/e
Oferta Agregada	7.2	8.3	5.8	11.9	11.2	11.4	11.0
PIB	4.3	5.2	3.7	7.9	7.6	7.0	7.1
Importaciones	16.6	17.9	12.8	25.6	22.5	24.0	22.8
Demanda Agregada	7.2	8.3	5.8	11.9	11.2	11.4	11.0
Consumo Total	3.4	6.7	3.9	8.7	9.0	9.8	9.1
Privado	4.0	7.6	4.3	9.2	9.7	10.2	9.7
Público	-1.3	1.4	1.0	5.0	4.9	6.0	5.0
Inversión Total	5.2	8.1	5.8	11.6	10.5	11.1	10.7
Privada	9.3	13.2	9.0	12.8	9.5	11.1	11.0
Pública	-22.9	-12.5	-15.3	-2.0	23.6	11.3	7.8
Exportaciones	18.8	14.6	13.9	17.0	15.9	17.2	16.4

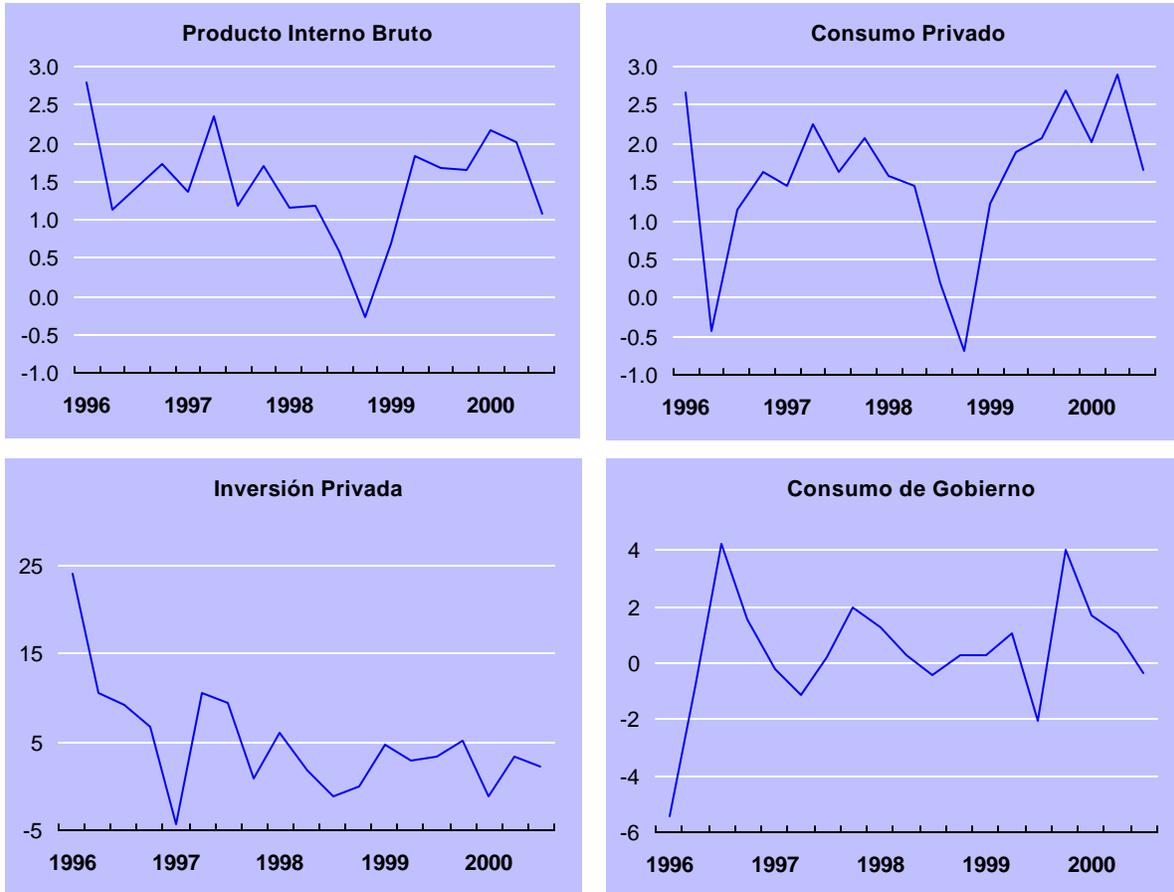
e/ Estimado.

Para evaluar si la economía se está desacelerando resulta apropiado analizar la evolución de las tasas de crecimiento trimestral de los componentes de la oferta y demanda agregada, ajustados por estacionalidad. Al procederse de esta manera, se confirma que el crecimiento del PIB se desaceleró durante el tercer trimestre y que apenas se aminoró el ritmo de incremento de los principales rubros del gasto interno, por lo que éste todavía se mantiene en niveles muy elevados (Gráfica 14).

Gráfica 14

**PIB, Consumo Privado, Inversión Privada y Gasto de Gobierno:  
Series Desestacionalizadas**

Variación trimestral en por ciento



La información citada es indicativa de que el gasto interno sigue creciendo a tasas superiores a las experimentadas por la producción.

Al momento de publicar el presente Informe, los indicadores sobre el comportamiento en el cuarto trimestre de la oferta y de la demanda agregadas son relativamente escasos y de carácter preliminar. Por tanto, las conclusiones que de ellos se derivan están sujetas a un cierto grado de incertidumbre. Dicha información sugiere, sin embargo, que en el cuarto trimestre de 2000 se intensificó la desaceleración de la producción, medida tanto por sus tasas anuales de crecimiento como por sus tasas trimestrales desestacionalizadas. Por su parte, no hay indicios de que durante dicho trimestre la demanda interna haya registrado una

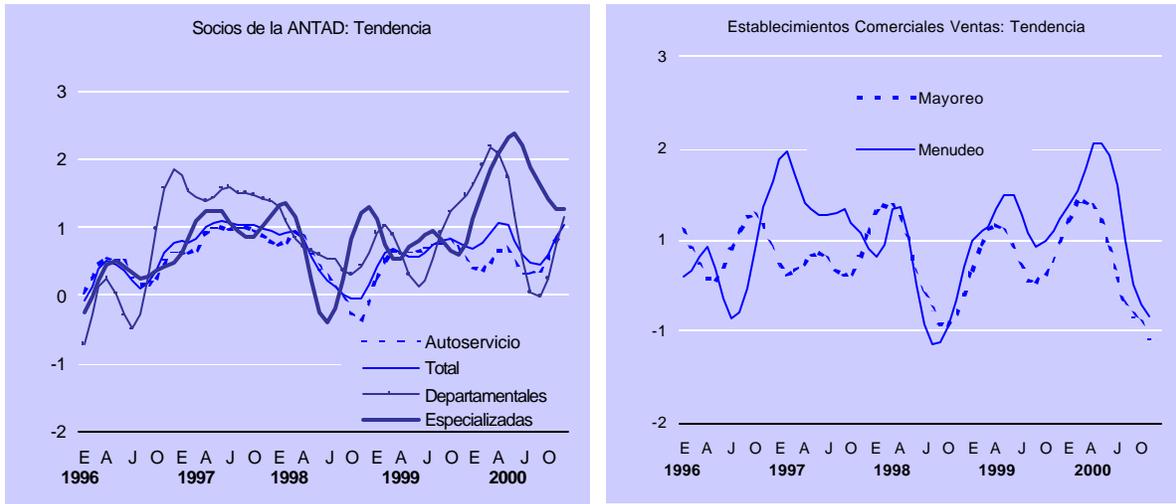
desaceleración significativa. Como resultado de ello, la brecha entre el crecimiento de la demanda y de la producción internas se amplió.

En cuanto al comportamiento de la demanda privada, las cifras disponibles indican que en el cuarto trimestre el consumo y la inversión del sector privado mantuvieron una expansión importante, aunque ligeramente menos vigorosa que la del trimestre precedente. Esta evaluación se sustenta en los siguientes hechos:

- (a) Con respecto a la evolución del consumo privado, el crecimiento mensual de la serie de tendencia de las ventas totales de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD) repuntó en los últimos tres meses del año (Gráfica 15). Por otra parte, la tasa anual sólo se redujo de 10.7 por ciento en el tercer trimestre a 9.7 en el cuarto. Un panorama similar se desprende de la información de las ventas al mayoreo y menudeo de los establecimientos comerciales reportada por INEGI, ya que el crecimiento anual de las ventas al mayoreo y al menudeo pasó de 5.1 y 12.4 por ciento en el tercer trimestre a 4 y 9.3 por ciento, respectivamente, en el bimestre octubre–noviembre. Finalmente, la evolución de las importaciones de bienes de consumo también sugiere que el gasto en consumo ha mantenido su fortaleza (Gráfica 16).
- (b) En octubre la inversión fija bruta registró un crecimiento anual de 9.6 por ciento. De haberse mantenido una tasa similar en el resto del cuarto trimestre, se habría materializado un aumento de la tasa trimestral desestacionalizada a la que crece dicho agregado.

Con base en la información anterior el Banco de México estima que en el cuarto trimestre los crecimientos anuales del consumo privado, de la inversión total y de la demanda agregada fueron superiores a 9 por ciento.

**Gráfica 15 Índice de Ventas del Sector Comercio**  
Variación mensual en por ciento

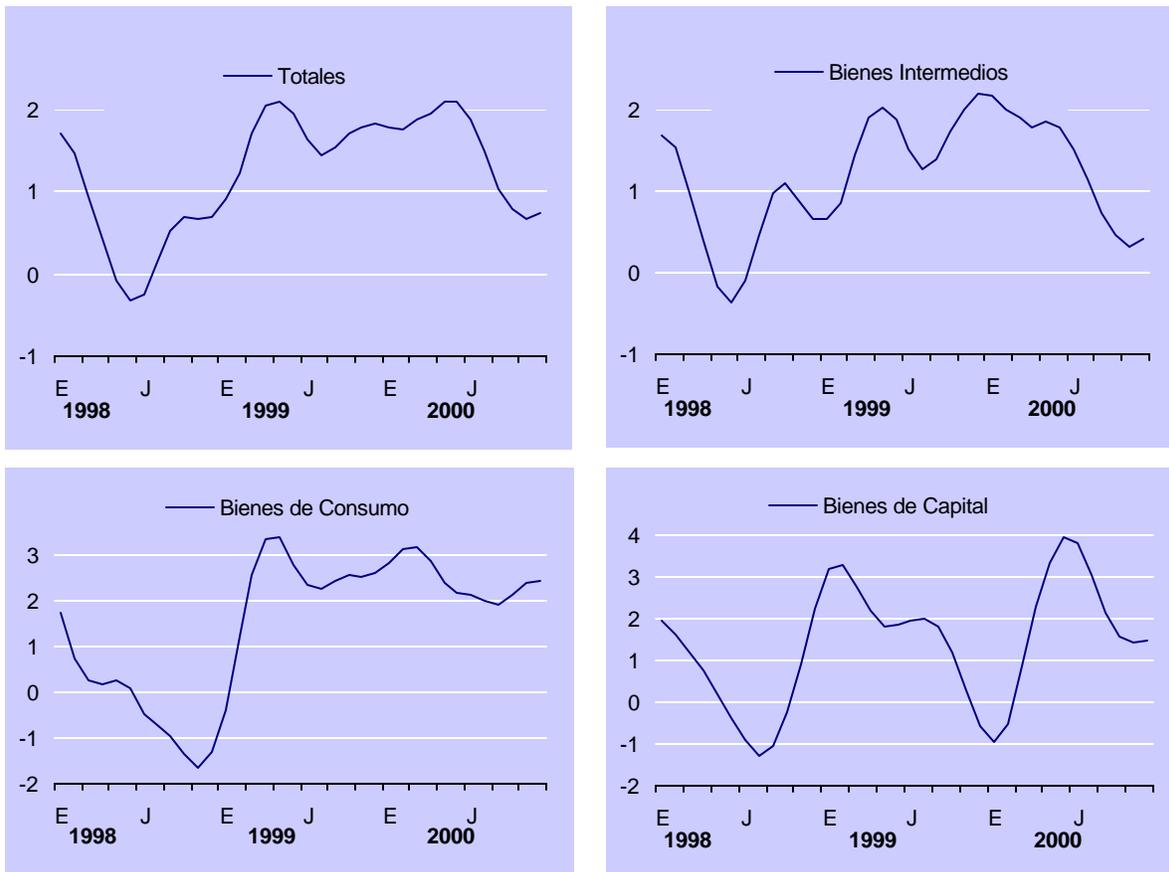


FUENTE: ANTAD e INEGI para los datos de establecimientos comerciales.

Gráfica 16

**Importaciones de Mercancías: Series de Tendencia**

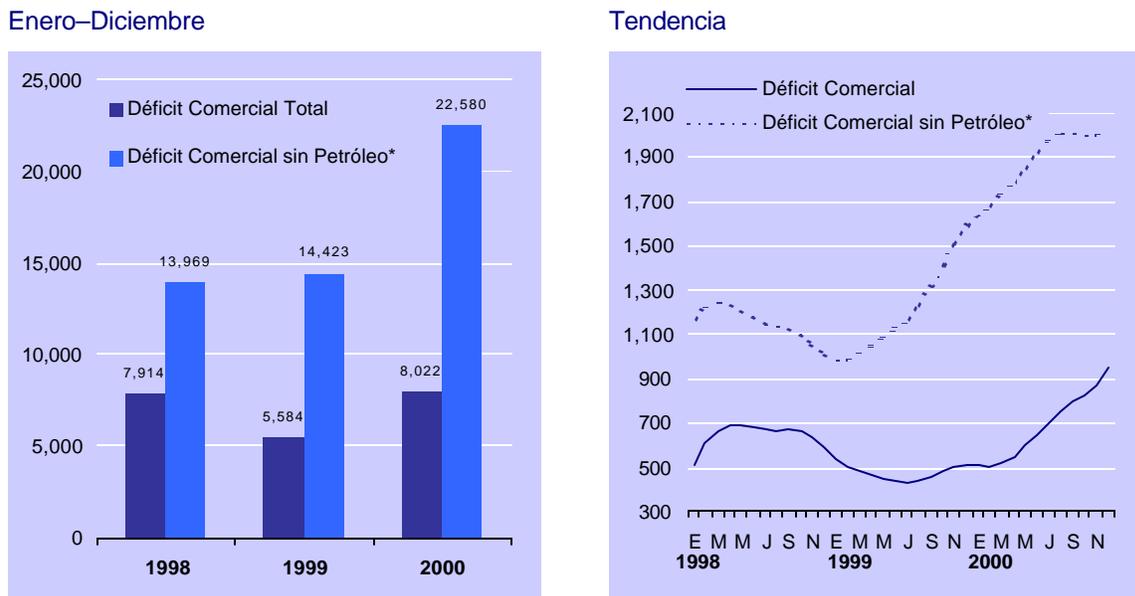
Variación mensual en por ciento



La información del IGAE (Indicador Global de la Actividad Económica) a octubre y la de la producción industrial a noviembre sugieren que la desaceleración de la producción en el cuarto trimestre de 2000 fue notoria. En octubre de 2000 el IGAE presentó un incremento anual de 6.5 por ciento, en comparación con los que registró el PIB de 7.9, 7.6 y 7 por ciento en el primero, segundo y tercer trimestres de ese año. Con cifras desestacionalizadas el IGAE tuvo en octubre un aumento mensual de sólo 0.2 por ciento. En el caso de la producción industrial, en noviembre ésta registró un incremento anual de 4.6 por ciento, el menor de los primeros once meses de ese año. Con datos desestacionalizados su nivel cayó con respecto al de octubre, luego de que ya había disminuido el mes precedente. A partir de esta información, el Banco de México estima que el crecimiento anual del PIB en el cuarto trimestre haya sido de aproximadamente 5.9 por ciento y de 7.1 por ciento para todo el año.

La ampliación del déficit comercial confirma la presunción de que durante el último trimestre de 2000 la demanda interna continuó expandiéndose a un ritmo más rápido que el de la producción. En 2000 el déficit comercial acumulado fue de 8,022 millones de dólares, 43.7 por ciento superior al observado en 1999. Este deterioro resulta aún mayor al excluirse de las cuentas externas las exportaciones petroleras y las importaciones de gasolina y de gas butano y propano. El déficit comercial no petrolero en 2000 fue 56.6 por ciento superior al del año anterior. Al analizar la serie de tendencia del déficit comercial total mensual se detecta que éste continuó ampliándose durante el trimestre (Gráfica 17).

**Gráfica 17** **Déficit de la Balanza Comercial, Total y sin Petróleo**  
Millones de dólares



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

El mayor déficit de la balanza comercial se tradujo al cierre de 2000 en un aumento estimado de aproximadamente 29.3 por ciento del déficit de la cuenta corriente. Este resultado no ha generado presiones cambiarias, debido a la importante entrada de recursos externos de largo plazo que ha tenido lugar. En particular, cabe destacar que al cierre del tercer trimestre la inversión extranjera directa (IED) ascendió a 9,781 millones de dólares y el endeudamiento del sector privado no bancario sumó 6,075 millones de dólares, mientras que en ese periodo la inversión de cartera fue de tan sólo 1,072 millones. Al cierre del tercer trimestre la

IED acumulada financió más de 80 por ciento del déficit de la cuenta corriente acumulado a esa fecha.

En el ámbito interno, la elevada tasa de crecimiento experimentada por la demanda agregada podría contarse entre las causas del debilitamiento del ritmo de descenso de la inflación subyacente de servicios y de la rigidez a la baja que mostraron los incrementos salariales contractuales.

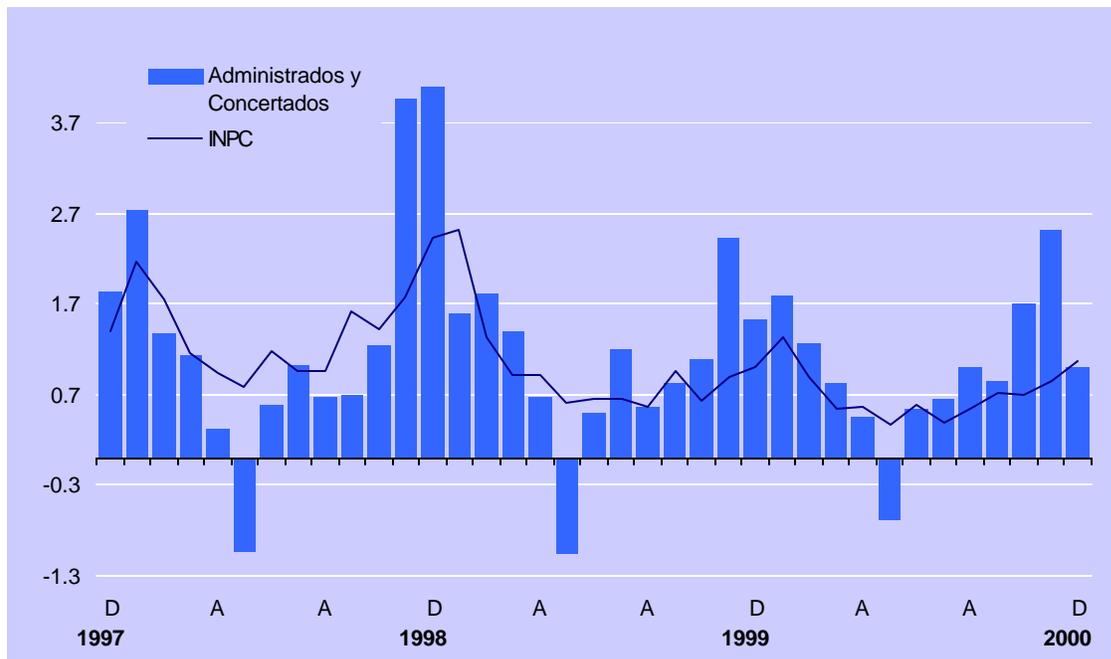
### **II.3.8. Precios Administrados y Concertados**

En octubre, noviembre y diciembre las variaciones mensuales del subíndice de precios de los bienes administrados y concertados fueron, respectivamente, de 1.71, 2.51 y 1 por ciento; mientras que en los mismos meses el crecimiento del INPC fue de 0.69, 0.86 y 1.08 por ciento (Gráfica 18). El incremento de dicho subíndice durante el periodo es reflejo de los aumentos que tuvieron los precios de los siguientes bienes y servicios: gasolina, gas doméstico, electricidad residencial, servicio telefónico local y autobús foráneo. Los precios correspondientes crecieron en el trimestre a tasas de 2.31, 11.64, 20.93, 5.78 y 5.99 por ciento. En cuanto a la evolución del precio del gas doméstico, éste registró un incremento acumulado durante el segundo semestre de 24.01 por ciento y un aumento de 42.96 por ciento en todo el año.

En el periodo que cubre este documento, el incremento anual del subíndice de los precios administrados y concertados estuvo muy por encima del crecimiento del INPC. Por ende, la evolución de estos precios representó en 2000 un importante factor de presión inflacionaria, contribuyendo con 2.22 puntos porcentuales al incremento anual del INPC. Asimismo, la inflexibilidad a la baja mostrada por el crecimiento anualizado de dicho subíndice constituye un elemento de preocupación. Ello, toda vez que podría contaminar el proceso de formación de las expectativas de inflación.

Gráfica 18

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



### II.3.9. Finanzas Públicas

Al tercer trimestre de 2000, el sector público registró un superávit de 11,127 millones de pesos, en contraste con el déficit de 3,909 millones observado en el mismo periodo de 1999. Asimismo, en igual lapso, el superávit primario del sector público sumó 162,223 millones de pesos, monto 13 por ciento superior en términos reales al obtenido en el año anterior. Este resultado fue consecuencia de un crecimiento real de los ingresos públicos de 15.6 por ciento, derivado de un aumento de los ingresos petroleros de 27.7 por ciento y de 10 por ciento en el caso de los no petroleros.

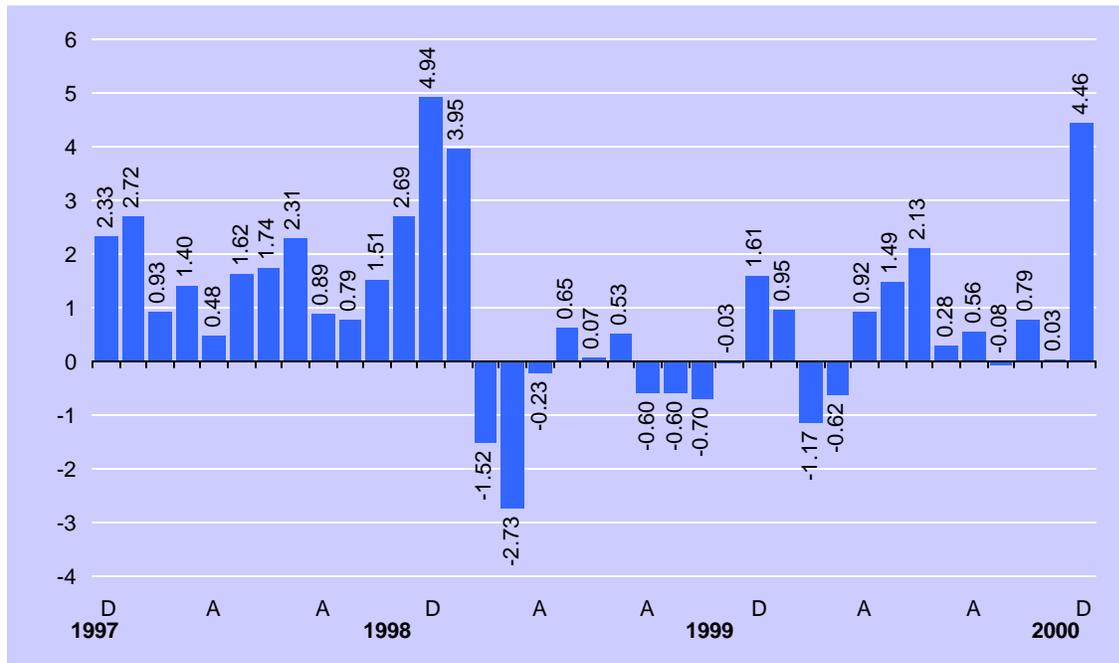
Si bien la evolución de los ingresos públicos resultó favorable, el gasto también experimentó un incremento significativo. En el periodo enero–septiembre, el gasto público aumentó 13.6 por ciento en términos reales con respecto a su nivel del mismo lapso del año anterior. Prácticamente todos los rubros registraron aumentos: el corriente programable, 13.1 por ciento; el de capital, 12.5 por ciento; y el no programable, 14.6 por ciento. Esto sugiere que al cierre de 2000, el gasto público fue superior al programado originalmente. Así, se estima que el gasto con impacto sobre la demanda agregada se incrementó 19.4

por ciento en términos reales en los primeros nueve meses del año, tasa superior a la de 10.7 por ciento registrada por el ingreso que el sector público capta de consumidores y empresas residentes en el país.

**II.3.10. Fenómenos Transitorios que Afectaron a la Inflación**

Al cierre del cuarto trimestre de 2000 la inflación anual de los precios de los productos agropecuarios resultó de 10.07 por ciento, o sea, superior a la del INPC. El crecimiento acumulado durante el cuarto trimestre por este subíndice de precios también fue significativamente mayor que el del INPC. En octubre y diciembre los precios de la cebolla, limón, jitomate, y chiles poblano y serrano registraron un incremento sustancial. En noviembre la inflación mensual de los productos agropecuarios fue menor que la del INPC (Gráfica 19). Cabe destacar que el incremento registrado en octubre por el jitomate quedó totalmente revertido en noviembre. Esta evolución de la inflación mensual del subíndice de precios de los productos agropecuarios ejemplifica de manera muy clara, la alta volatilidad que presentan los precios de este grupo de bienes.

**Gráfica 19** Índice de Precios de Productos Agropecuarios  
Variación mensual en por ciento



## **II.4. La Política Monetaria durante el Cuarto Trimestre de 2000**

En esta sección se analizan las razones que llevaron al Banco de México a modificar la postura de su política monetaria durante el trimestre octubre–diciembre.

Toda vez que la evolución de la inflación era ya congruente con la meta establecida para 2000, las medidas tomadas se enfocaron a generar las condiciones propicias para alcanzar la meta de inflación para 2001: una tasa que no exceda de 6.5 por ciento a fin del año. La necesidad de reaccionar con anticipación se debe a que las acciones de la política monetaria inciden sobre el aumento de los precios con un rezago considerable. Por ello, cuando la autoridad monetaria detecta factores que podrían inducir a futuro un comportamiento de los precios incompatible con los objetivos, debe reaccionar para propiciar una corrección de dichos factores y evitar que se materialicen las presiones inflacionarias identificadas.

A continuación se presenta una evaluación del efecto que han surtido las medidas de política monetaria adoptadas sobre las expectativas de inflación, así como sobre las tasas de interés nominales y reales. Por último, se analiza la trayectoria de la base monetaria y de otros agregados monetarios, cuyo estudio complementa la valoración realizada de las presiones inflacionarias y de la conducción de la política monetaria.

### **II.4.1. Acciones de Política Monetaria**

Durante el cuarto trimestre de 2000, el Banco de México reforzó la postura restrictiva de la política monetaria en dos ocasiones. La primera al incrementar el “corto” de 280 a 310 millones de pesos el 17 de octubre y la segunda al aumentarlo a 350 millones de pesos el 10 de noviembre. El “corto” se mantuvo en ese nivel durante el resto del trimestre. Dichas acciones estuvieron motivadas por el objetivo de crear las condiciones adecuadas para alcanzar una inflación que no exceda de 6.5 por ciento en 2001.

En el último trimestre de 2000 se intensificaron algunos de los factores de riesgo, internos y externos, que fueron identificados en los pasados Informes sobre la Inflación. Esto se ha reflejado en expectativas

de inflación incongruentes con las metas para 2001 y el mediano plazo. Por ello, en su momento se consideró necesario restringir la postura de la política monetaria de forma preventiva, dado el rezago con el que las acciones monetarias inciden sobre la evolución de los precios.

Ambas ampliaciones del “corto” fueron acordadas en respuesta a fenómenos tanto de índole interna como externa. Por el lado interno, la evolución de diversos indicadores económicos señalaba que la demanda agregada, aunque presentaba signos de desaceleración, mantenía un ritmo de crecimiento incompatible con el abatimiento sostenido de las presiones inflacionarias. Entre los indicadores disponibles al momento de realizar dichos ajustes se tomaron en cuenta por su especial relevancia los siguientes:

- (a) En el primer semestre del año, el crecimiento anual de la demanda agregada excedió en casi cuatro puntos porcentuales al aumento del PIB real.
- (b) Las expectativas de inflación del público para 2001 se mantenían en un nivel todavía muy superior a la meta. Esta discrepancia se plasmó en toda clase de contratos económicos, incluyendo los salariales.
- (c) Las ventas reportadas por la ANTAD aumentaron en septiembre 13.3 por ciento en términos reales, mientras que en agosto esta cifra había sido de sólo 5.5 por ciento. Para todo el tercer trimestre, el crecimiento anual de este indicador resultó superior a 10 por ciento.
- (d) El IGAE presentó en agosto una variación anual de 8.1 por ciento, incremento considerablemente superior al de 6.5 por ciento registrado en julio. Este hecho permitía suponer que el crecimiento real del PIB durante el tercer trimestre sería de aproximadamente 7 por ciento, mayor que el anticipado por el sector privado y estimulado, en gran medida, por el gasto privado en consumo.
- (e) Las importaciones totales de mercancías se incrementaron en el periodo enero–septiembre a una tasa anual de 24.1 por ciento. En el mismo lapso, las compras al exterior de bienes de consumo aumentaron 38.7 por ciento. Estos resultados dieron lugar en los primeros 9 meses del año a una ampliación del

déficit comercial acumulado, total y no petrolero, con incrementos de 42.3 y 75 por ciento, respectivamente.

- (f) La inflación en octubre superó a la pronosticada por el mercado. Además, en dicho mes la inflación anual resultó mayor que la de septiembre. Aunque algunos de los factores causales de dicha situación no eran repetitivos, la incidencia de otros, como la tendencia alcista sostenida de los precios de los servicios de educación, sugería la presencia de fuertes presiones de demanda.

Los datos publicados posteriormente confirmaron la materialización de los factores de riesgo mencionados. Por ejemplo, en el período octubre–diciembre la inflación anual se incrementó ligeramente.

Por su parte, los fenómenos de índole externa que dieron lugar a la modificación de la postura de la política monetaria fueron los siguientes:

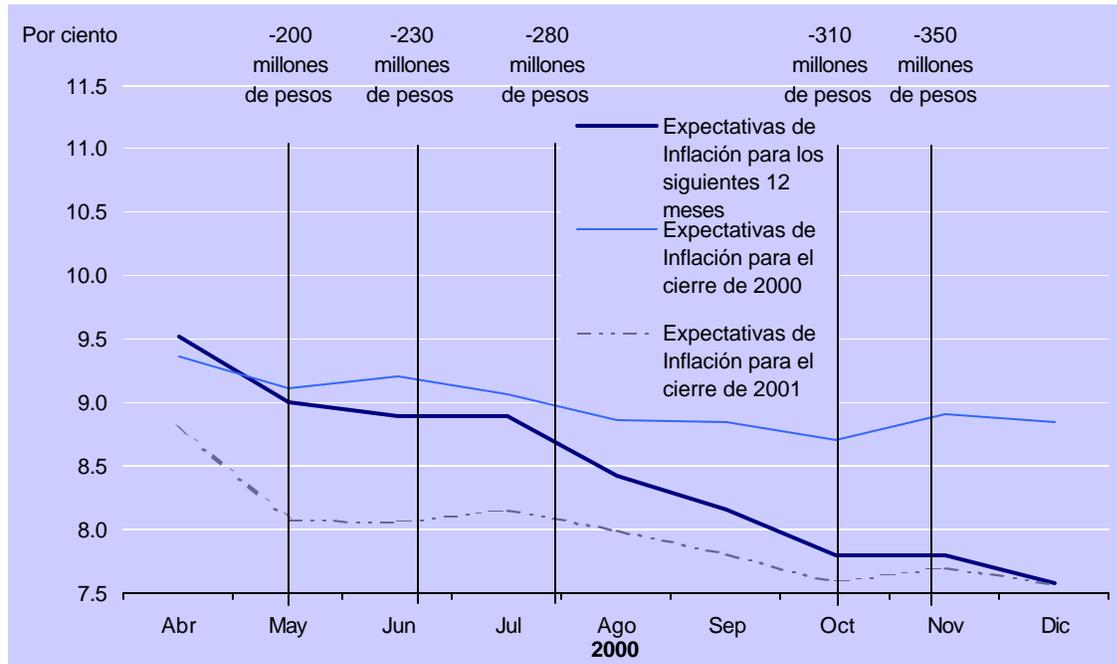
- (a) señales más claras que apuntaban hacia una desaceleración de la economía de los Estados Unidos en el año 2001;
- (b) el incremento de la aversión al riesgo por parte de los inversionistas en los mercados internacionales de capital; y
- (c) los episodios de turbulencia financiera en algunos países de América Latina que se presentaron durante el periodo.

Después de las dos ocasiones en que se modificó el “corto”, la evidencia de una desaceleración en los Estados Unidos se ha vuelto cada vez más clara, llevando inclusive a la percepción de un cambio de dirección de la postura de la política monetaria de la Reserva Federal en 2001. Lo anterior se vio confirmado por la decisión acordada por dicho banco central el 3 de enero pasado respecto a disminuir en 50 puntos base la tasa de fondos federales. A pesar de ello, la aversión al riesgo no se ha reducido de forma continua a partir de los niveles máximos alcanzados en septiembre. La turbulencia en otros países de América Latina ha sido parcialmente contenida por la aprobación de los programas de apoyo respectivos otorgados por los organismos financieros internacionales. Los elementos señalados confirman la apreciación de que en 2001 el entorno internacional será menos favorable para el abatimiento de la inflación.

La evidencia anterior sugiere que el diagnóstico sobre los factores de riesgo en que se fundaron los dos incrementos al “corto” fue adecuado. Los ajustes de política mencionados fueron convenientes a fin de que la tasa de crecimiento de los precios recuperara la tendencia descendente. De forma complementaria, la ampliación del déficit comercial, total y no petrolero, confirma la importancia de una aplicación coordinada de las políticas fiscal y monetaria para limitar la posibilidad de una mayor vulnerabilidad de las cuentas externas. La necesidad de un ajuste fiscal se ha vuelto más patente a la luz de la conveniencia de sincronizar la desaceleración de la economía de México con la de la economía de los Estados Unidos. Al respecto, el programa de finanzas públicas establece una disminución del déficit público de aproximadamente 1 por ciento del PIB en 2000 a 0.65 por ciento en 2001. Esta reducción implica una moderación de la contribución del gasto público al crecimiento de la demanda agregada. Sin embargo, sería deseable, sobre todo en un entorno de tasas de interés elevadas, que este ajuste se viera reforzado por la aprobación de una reforma fiscal en el transcurso del presente año.

El comportamiento de las expectativas de inflación es un elemento muy importante para la evaluación de los resultados de la política monetaria y para la identificación de presiones inflacionarias. Al respecto, destaca el incremento que se dio en los pronósticos de inflación para 2000 de los analistas del sector privado, así como la rigidez exhibida durante octubre y noviembre por sus expectativas de inflación (Gráfica 20). Ello se explica por el ligero incremento que resintió la inflación en octubre, así como por la percepción de la posible materialización de algunos de los riesgos ya mencionados. La naturaleza transitoria de los factores negativos que afectaron la evolución de la inflación en el último trimestre del año, explican el aumento inicial y la posterior estabilidad de las expectativas de inflación para el cierre de 2000. La interpretación de que estos fenómenos eran transitorios y una aplicación oportuna de la política monetaria permitieron que durante diciembre tuviera lugar un ligero descenso de las expectativas de inflación para 2001.

**Gráfica 20 Expectativas de Inflación y Objetivo de Saldos Acumulados (“Corto”)**



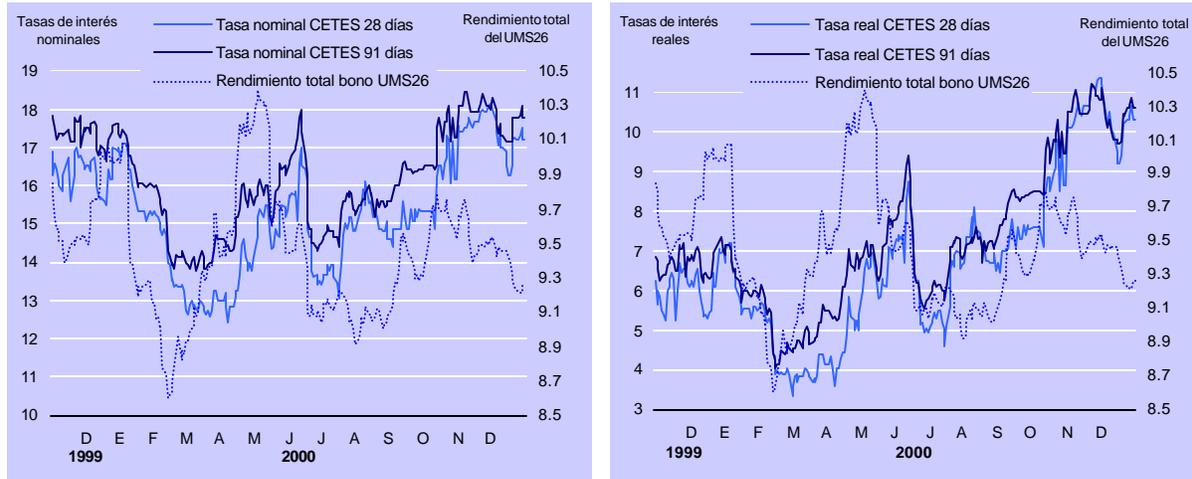
FUENTE: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

La evolución de las tasas de interés, nominales y reales, durante el trimestre objeto de este Informe se caracterizó por una tendencia general al alza (Gráfica 21). Como reacción a la ampliación del “corto” del 17 de octubre, entre el cierre del día anterior y el cierre del día posterior, las tasas de interés de los Cetes a 28 y 91 días se incrementaron en 132 y 110 puntos base, respectivamente. En el caso de la ampliación del “corto” realizada el 10 de noviembre, el aumento inmediato de las tasas de interés fue menor. Así, esta medida limitó el efecto que podría haber tenido sobre las tasas internas la significativa reducción de las tasas de interés externas que tuvo lugar durante la misma semana. En concreto, en el transcurso de la semana que terminó el 10 de noviembre el rendimiento total del bono mexicano UMS26 se redujo 37 puntos base, al tiempo que la tasa de Cetes a 28 días llegó a incrementarse hasta 30 puntos base, y la tasa a 91 días disminuyó 55 puntos base.

Las variaciones de las tasas de interés externas y la percepción del riesgo país influyen sobre el comportamiento de las tasas de interés internas. Sin embargo, la relación entre éstas puede modificarse por el efecto de la política monetaria. En particular, las acciones restrictivas de

política monetaria han inducido una ampliación del diferencial entre las tasas de interés internas y las externas (Gráfica 21).

**Gráfica 21 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales y Riesgo País**  
Por ciento



En conclusión, en el transcurso del trimestre analizado las ampliaciones del “corto” ejercieron una influencia alcista sobre las tasas de interés internas. Ello, al complementar durante octubre el incremento de las tasas externas, y en noviembre al limitar la caída asociada a la baja de dichas tasas. De esta forma, los incrementos del “corto” indujeron una brecha considerable y creciente entre las tasas internas y las externas. Lo anterior con el fin de aminorar el efecto de los elementos de riesgo que se han comenzado a materializar, y también con la mira de sentar las condiciones para que pueda cumplirse con los objetivos de inflación establecidos para 2001 y para el periodo 2002-2003.

#### II.4.2. Evolución de los Agregados Monetarios

Como se asentó en el Programa de Política Monetaria para el año 2000 y en los anteriores Informes sobre la Inflación, la relación entre el crecimiento de los agregados monetarios y los precios se vuelve más incierta en el corto plazo en la medida en que la inflación disminuye. Por ello, en los últimos años el Banco de México ha recurrido al análisis de los agregados monetarios tan sólo como una referencia complementaria al examen del resto de las variables que influyen sobre la inflación.

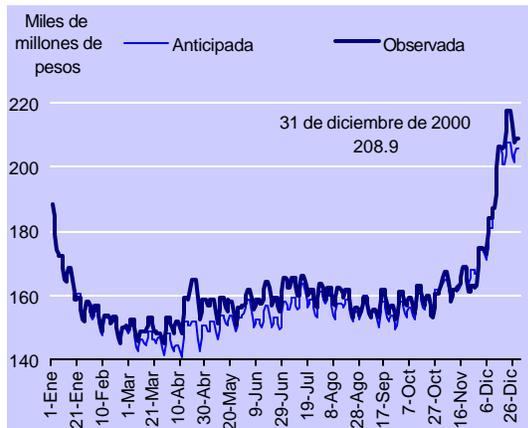
### II.4.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales Netos

El saldo de la base monetaria ascendió al cierre del año a 208.9 miles de millones de pesos, monto muy similar al pronosticado en el programa monetario de 205.9 miles de millones de pesos (Gráfica 22a). Lo anterior implica una desviación de 1.5 por ciento con respecto a la trayectoria anticipada. Así, la desviación se ubicó dentro del intervalo de confianza especificado para el pronóstico de la base monetaria al 31 de diciembre de 2000 (+/- 3.07 por ciento). Durante el cuarto trimestre la desviación más importante de la base monetaria respecto de la trayectoria anunciada se registró entre el 19 y el 26 de diciembre. Esto se debió a un incremento estacional de la demanda de base monetaria superior al esperado, el cual se redujo sustancialmente en la última semana del año (Gráfica 22b).

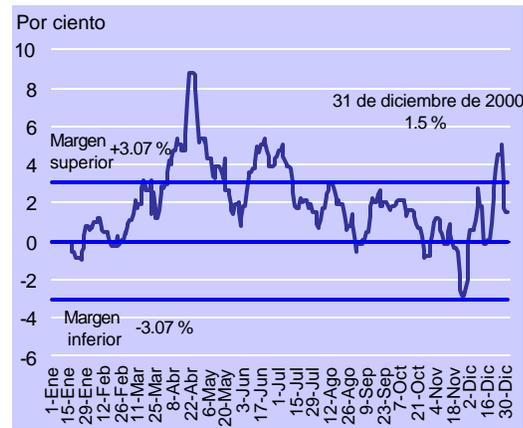
**Gráfica 22**

#### Base Monetaria

a) Trayectoria Observada y Anticipada en 2000  
Saldos diarios



b) Desviación con respecto al Pronóstico incorporado en el Programa Monetario de 2000



El pronóstico para la trayectoria diaria de la demanda de base monetaria publicado en el Programa Monetario para 2000 resultaba congruente con un crecimiento económico de 4.5 por ciento, una inflación anual no mayor que 10 por ciento y una remonetización<sup>8</sup> de 4.9

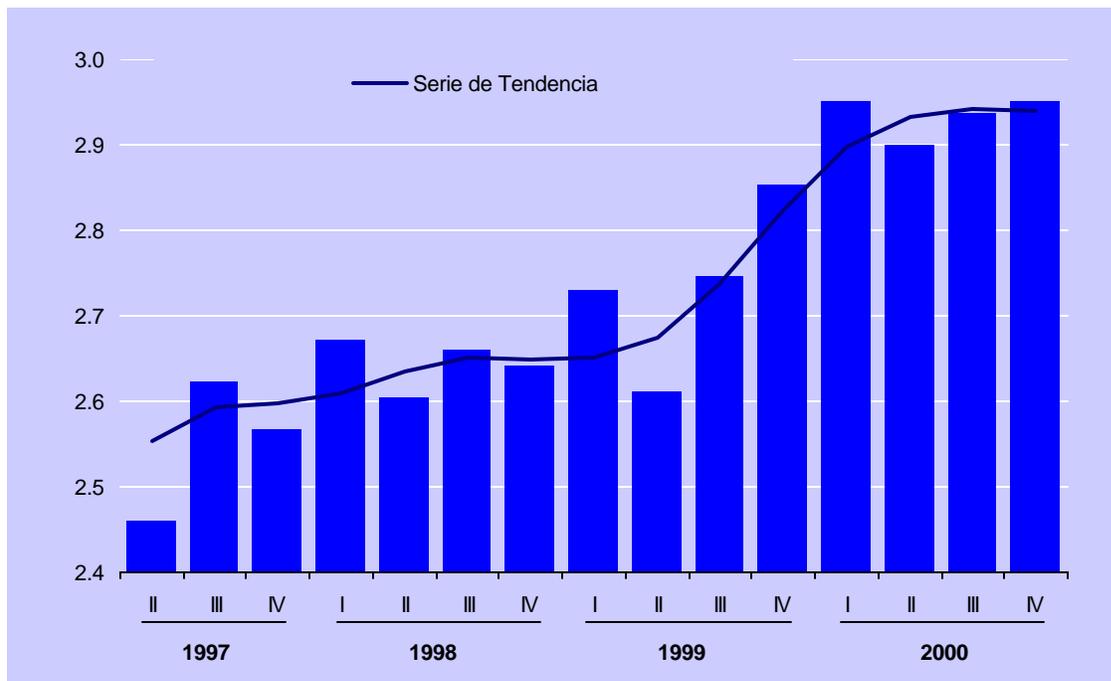
<sup>8</sup> El concepto de remonetización se refiere al crecimiento de la base monetaria por encima de la inflación y del incremento del PIB real (la remonetización reportada no considera el efecto sobre la base monetaria del problema informático del año 2000, cuya magnitud fue cercana a 18 miles de millones de pesos; véase el anexo del documento Política Monetaria Programa para 2000 del Banco de México).

por ciento. A pesar de que no se materializaron estos supuestos, durante 2000 se compensó la mayor demanda de base monetaria derivada de un crecimiento real del producto superior al esperado con el efecto sobre dicho agregado de una menor inflación. Lo anterior puede constatarse ya que la remonetización en el año será muy similar a la contemplada en la trayectoria anunciada en el programa monetario (4.9 por ciento) <sup>9</sup>. Adicionalmente, la tendencia del cociente del saldo promedio trimestral de la base monetaria al producto se ha mantenido relativamente estable en los últimos trimestres, lo que sugiere que durante el segundo semestre de 2000 tuvo lugar un debilitamiento de la remonetización (Gráfica 23).

**Gráfica 23**

**Saldo Promedio Trimestral de la Base Monetaria**

Por ciento del PIB\*



\* Estimado para el cuarto trimestre de 2000.

En el año 2000 se cumplió holgadamente con los compromisos del programa monetario en cuanto a no desacumular activos internacionales netos y con los límites establecidos para la variación del crédito interno neto<sup>10</sup>. Así, al cierre del año el crédito interno neto se

<sup>9</sup> Cifra estimada con el crecimiento real esperado del producto para 2000 (7.1 por ciento).

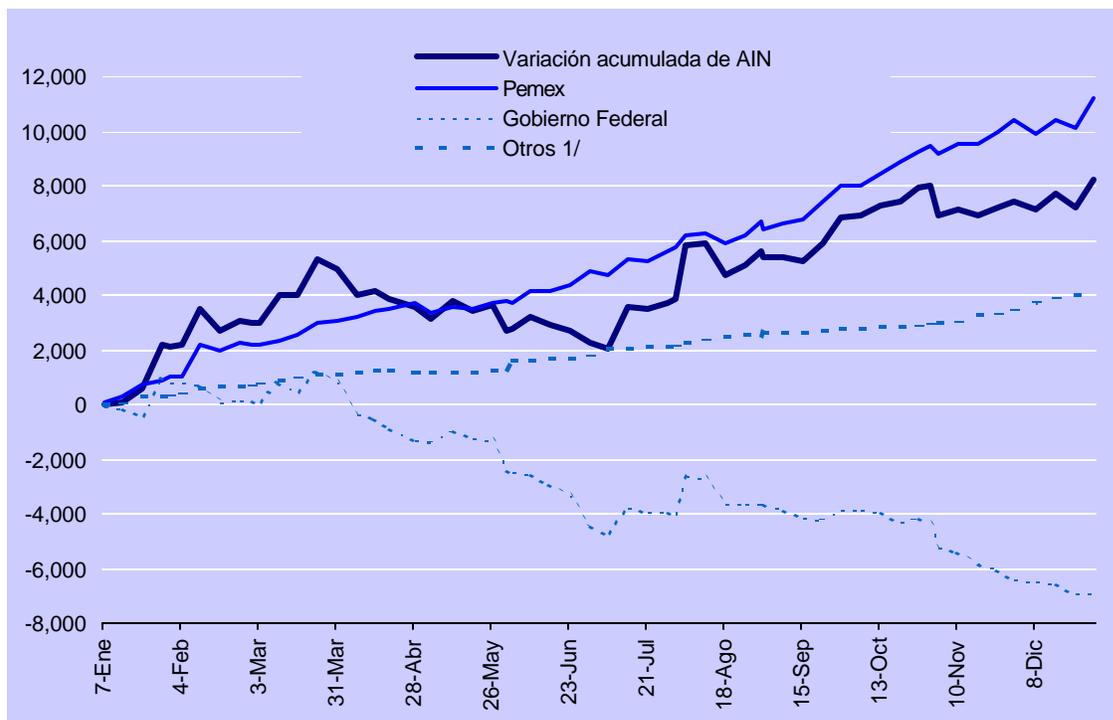
<sup>10</sup> El crédito interno neto se obtiene de restar de los flujos acumulados de la base monetaria las variaciones acumuladas de los activos internacionales netos expresados en pesos y valuados al tipo de cambio de cada operación.

contrajo 57,152 millones de pesos, mientras que el límite máximo establecido en el programa monetario para 2000 permitía un incremento de hasta 17,144 millones de pesos. Este comportamiento respondió, en lo fundamental, a la acumulación de activos internacionales netos por 8,249 millones de dólares en el año. El Banco de México puede acumular activos internacionales principalmente por dos vías: como resultado de las operaciones cambiarias que lleva a cabo con el Gobierno Federal y con Pemex y a través del esquema de subastas de opciones de venta de dólares al propio Banco Central. Durante 2000, destacan las cuantiosas ventas de dólares realizadas por Pemex al Instituto Central, explicadas fundamentalmente por los mayores ingresos petroleros, así como las compras de dólares por parte del Gobierno Federal, cuya finalidad principal fue la de atender el servicio de la deuda externa (Gráfica 24).

**Gráfica 24**

**Variación de las Activos Internacionales Netos (AIN) en 2000**

Flujos acumulados en millones de dólares

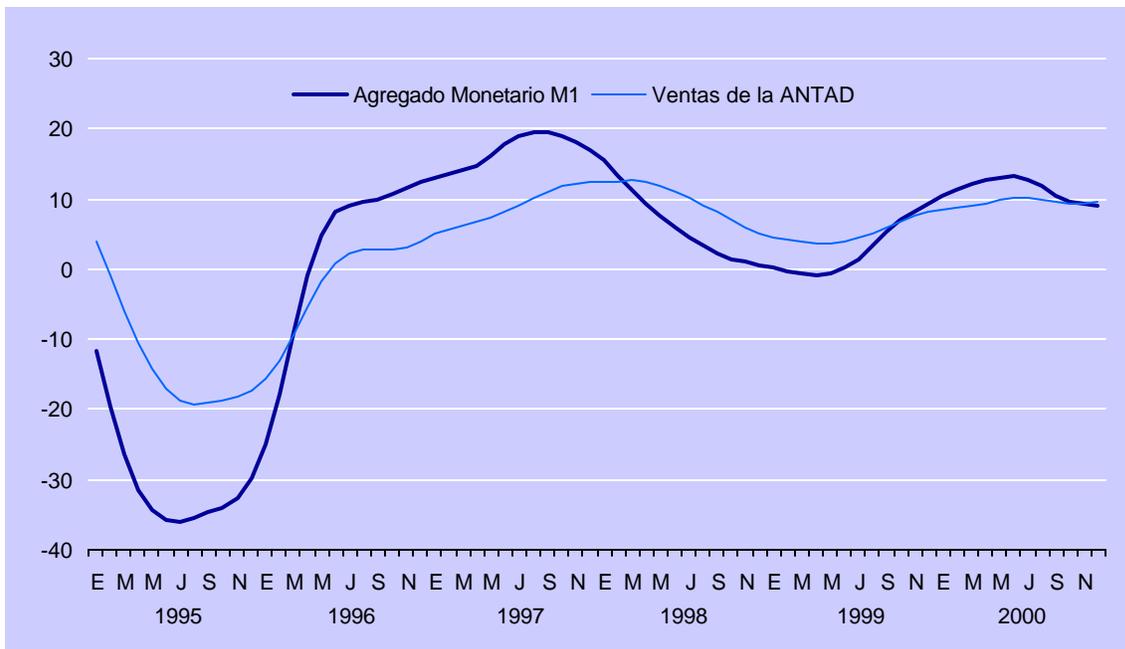


1/ Incluye operaciones llevadas a cabo con instituciones de crédito, resultado tanto del mecanismo de subasta de opciones de venta al Banco Central como del esquema automático de venta de dólares, y los intereses de los activos internacionales.

#### II.4.2.2. Evolución de los Agregados Monetarios M1 y M4<sup>11</sup>

El medio circulante (M1) se compone de las cuentas de cheques y de los billetes y monedas en poder del público<sup>12</sup>. Este agregado representa la demanda de liquidez por parte del público, la cual refleja en gran medida las necesidades de los agentes económicos para realizar diversas transacciones. Por ello, M1 guarda una estrecha relación con el consumo (Gráfica 25).

**Gráfica 25** **Tendencia del Agregado Monetario M1 y de las Ventas de la ANTAD**  
Variación real anual en por ciento



monetario amplio (M4), lo que refleja la preferencia del público por activos financieros más líquidos.

Durante el cuarto trimestre M4 aumentó a una tasa real anual promedio de 5.8 por ciento. Al respecto, debe señalarse que esto implica un crecimiento inferior al del producto y menor que el registrado en el primer semestre del año.

Adicionalmente, durante 2000 destaca el comportamiento asimétrico de los principales componentes de M4. Por una parte, la captación bancaria ha disminuido de forma importante, registrando en el último trimestre del año una contracción anual en términos reales de 12 por ciento. En contraste, en dicho trimestre la tenencia de valores públicos y privados creció en términos reales a tasas anuales superiores a 30 por ciento (Cuadro 7). Esto se debe principalmente a que la banca comercial ha dejado de captar recursos a través de sus propios instrumentos y ha incrementado las operaciones de intermediación que realiza a través de la venta de valores gubernamentales en reporto. Así, de diciembre de 1999 a noviembre de 2000 dicho rubro se incrementó 73 por ciento en términos reales.

**Cuadro 7** **Agregados Monetarios<sup>1/</sup>**  
Variación real anual en por ciento

	2000			
	I	II	III	IV
<b>M 1</b>	<b>11.17</b>	<b>13.54</b>	<b>12.25</b>	<b>8.02</b>
Billetes y Monedas en Poder del Público	15.19	20.49	16.21	8.66
Cuentas de Cheques <sup>2/</sup>	9.44	10.66	10.64	7.73
<b>M 4</b>	<b>7.86</b>	<b>8.07</b>	<b>6.91</b>	<b>5.82</b>
Captación Bancaria	-3.76	-4.22	-9.64	-12.00
Valores Públicos <sup>3/ 4/</sup>	42.24	34.25	41.59	40.98
Valores Privados <sup>4/</sup>	-0.01	16.98	33.01	31.15
Fondos de Ahorro para el Retiro (sin Siefos) <sup>5/</sup>	14.32	15.44	17.23	17.23

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 Siefos.

5/ Incluye los fondos para la vivienda.

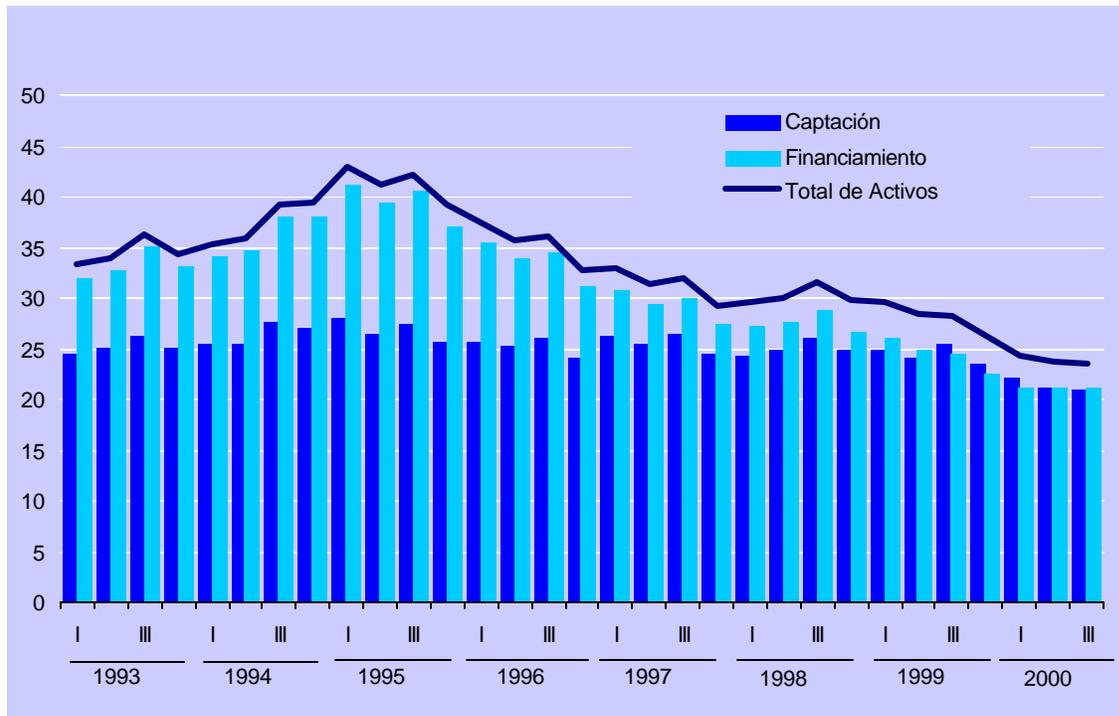
La contracción que ha experimentado la captación de la banca comercial debe ser analizada tomando en consideración la evolución de los demás componentes del balance bancario. En particular, la disminución de la captación de recursos del público por parte de los bancos es reflejo de la contracción del financiamiento. Desde la crisis bancaria de 1995 el financiamiento otorgado por la banca comercial se

ha reducido, lo cual dio lugar en un principio a una contracción de los pasivos bancarios distintos de la captación del público, principalmente pasivos con el exterior (Gráfica 26). No obstante, a partir del primer trimestre de 2000 la continua reducción del financiamiento ha venido acompañada de una menor captación de recursos del público.

**Gráfica 26**

**Captación y Financiamiento de la Banca Comercial**

Por ciento del PIB



**II.4.2.3. Evolución del financiamiento al sector privado**

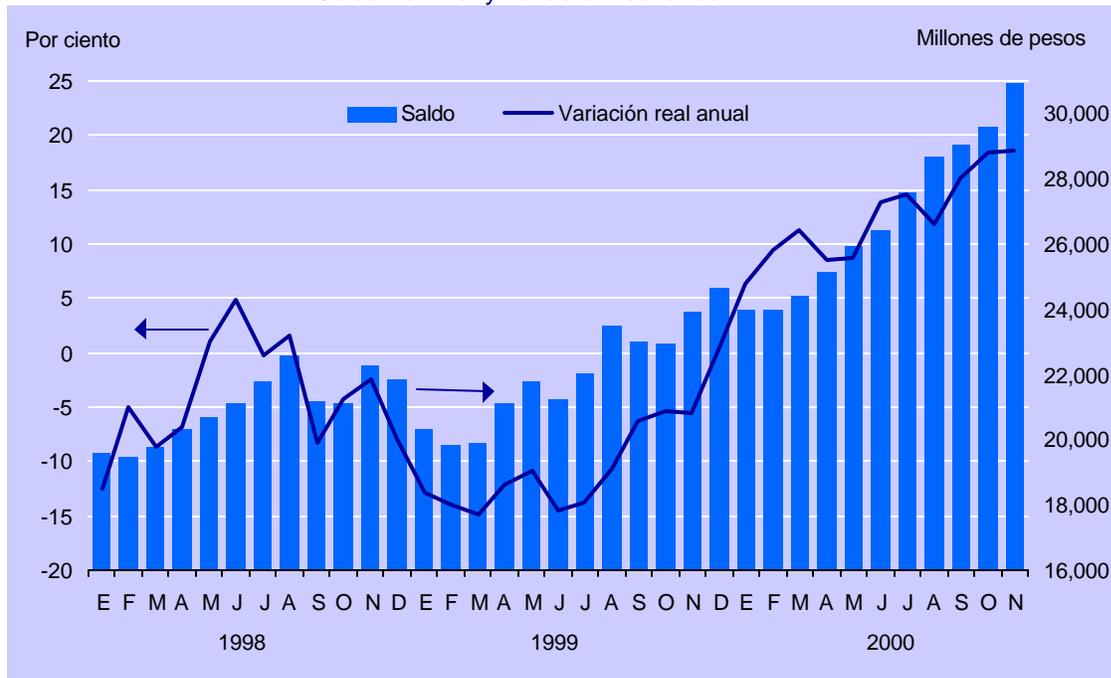
Como se menciona en la sección anterior, el financiamiento bancario total continúa disminuyendo. A diciembre de 2000 el financiamiento otorgado por la banca comercial al sector privado no bancario registró una caída real anual de 14 por ciento. Cabe mencionar que la reducción del financiamiento total responde, en parte, a la contracción que ha experimentado la cartera vencida como producto del reconocimiento de pérdidas contra provisiones. Sin embargo, este fenómeno no describe adecuadamente la evolución que ha tenido el crédito marginal que otorga la banca. A este respecto, dos indicadores sugieren una recuperación del financiamiento bancario: a) el crédito al consumo concedido a través de tarjetas de crédito sigue aumentando a

tasas cada vez mayores (Gráfica 27), no obstante que el saldo de dicho crédito es relativamente pequeño, y b) la cartera vigente<sup>13</sup> crece a tasas reales positivas (Gráfica 28a), lo cual refleja parcialmente el otorgamiento de nuevos créditos. Al desglosar este último crédito por monedas destaca la recuperación del otorgado en moneda nacional, el cual aumentó a una tasa real anual de 14.9 por ciento en el bimestre octubre–noviembre de 2000 (Gráfica 28b).

**Gráfica 27**

**Crédito al Consumo otorgado por la Banca Comercial a través de Tarjetas de Crédito**

Saldo nominal y variación real anual



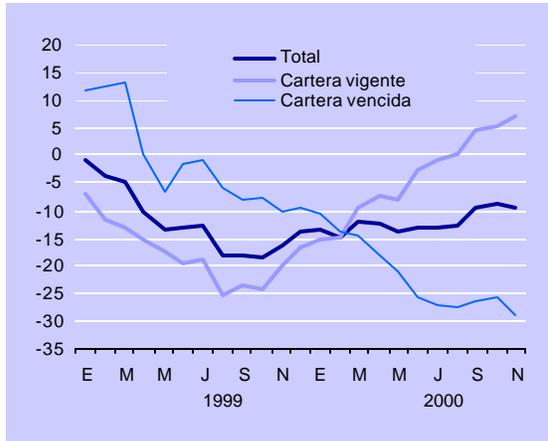
<sup>13</sup> Se refiere a la cartera propia de la banca, concepto que excluye la cartera relacionada con los pagarés IPAB-Fobaproa y los Cetes-UDIS.

**Gráfica 28**

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

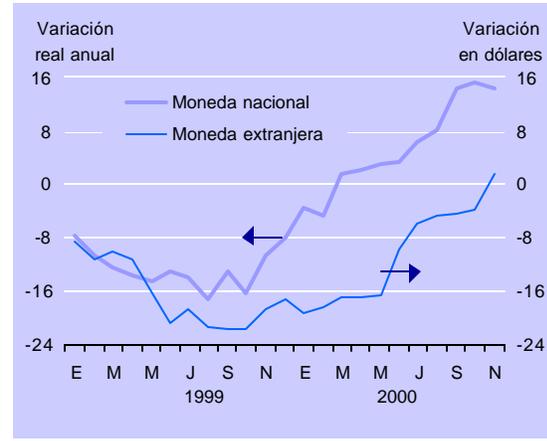
a) Crédito Total, Vigente y Vencido

Variación real anual en por ciento



b) Crédito Vigente en Moneda Nacional

y en Moneda Extranjera



No obstante los indicios de una mejoría en el financiamiento bancario, la importancia de las fuentes alternativas de financiamiento ha aumentado. Sobre estas últimas cabe mencionar lo siguiente:

- (a) La emisión interna de valores privados se incrementó 24.7 por ciento en términos reales anuales, llegando así a un monto total de 105.4 miles de millones de pesos al cierre de 2000. Del saldo anterior el componente más vigoroso ha sido el papel comercial, cuya colocación creció en términos reales a una tasa anual de 61.4 por ciento.
- (b) Los resultados de la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio al tercer trimestre de 2000, que recaba el Banco de México, muestran: que los proveedores siguen siendo la fuente de financiamiento más utilizada por las empresas (50.3 por ciento de las respuestas), en especial por las pequeñas y no exportadoras (60.2 y 55.3 por ciento, respectivamente); y que la banca comercial fue mencionada como fuente de financiamiento en tan sólo 22.7 por ciento de las respuestas.
- (c) El financiamiento que otorgan las principales fuentes no bancarias<sup>14</sup> se aceleró durante el año, pasando de una tasa de

<sup>14</sup> Incluye el crédito otorgado por proveedores de 169 empresas que cotizan en la BMV, emisoras de tarjetas no bancarias, Sociedades de Ahorro y Préstamo, SOFOLES,

crecimiento real anual de 5.6 por ciento en el cuarto trimestre de 1999 a 13.5 por ciento en el tercer trimestre de 2000. Por lo que respecta al comportamiento de sus componentes, al cierre del tercer trimestre del año destaca: que el crédito no bancario al consumo representó 42.1 por ciento del crédito total al consumo, y registró una tasa de crecimiento real anual de 36.5 por ciento; que el financiamiento no bancario otorgado a empresas o personas físicas con actividad empresarial registró un incremento real anual de 12.3 por ciento; y que el crédito no bancario a la vivienda, que otorgan principalmente las SOFOLES y las Sociedades de Ahorro y Préstamo, aumentó 30.1 por ciento en términos reales.

Los anteriores resultados confirman la importancia creciente que están adquiriendo las fuentes de financiamiento no bancarias, las cuales han cubierto parcialmente el vacío dejado por la banca. No obstante, la disponibilidad de financiamiento por parte de la banca comercial es de gran importancia para la economía, en especial para las empresas chicas, medianas y no exportadoras, las cuales han resentido en mayor medida la carencia de crédito bancario en los últimos años.

---

instituciones de seguros, arrendadoras financieras, empresas de factoraje, colocación de papel bursátil, uniones de crédito, créditos contratados por empresas no financieras con bancos del exterior y deuda externa.

### III. Panorama General de la Economía en 2000 y Perspectivas del Sector Privado para 2001

---

Durante 2000, el desempeño de la economía mexicana resultó sustancialmente mejor que el anticipado al inicio del año. Esto fue consecuencia de un entorno externo muy favorable y de la aplicación de políticas macroeconómicas prudentes. En contraste, para 2001 se espera un deterioro del entorno internacional que seguramente afectará la evolución de la economía nacional. No obstante lo anterior, los elementos de solidez con que cuenta la economía del país y la aplicación preventiva de las políticas monetaria y fiscal permitirán un ajuste ordenado. En este capítulo se hace un breve recuento de la evolución de la economía en el año 2000 y luego se presentan las perspectivas del sector privado con respecto a la evolución de las principales variables económicas en 2001.

#### III.1. Aspectos Sobresalientes de la Evolución de la Economía y de la Aplicación de la Política Monetaria en 2000

---

El efecto neto que el entorno internacional ejerció sobre la economía mexicana durante 2000 resultó positivo. Entre los factores que influyeron de manera favorable destacan las siguientes:

- (a) un crecimiento de la economía de los Estados Unidos mayor que el esperado;
- (b) un incremento significativo del precio internacional del petróleo; y
- (c) una mejoría de las condiciones de acceso a los mercados internacionales de capital.

Sin embargo, en los últimos meses de 2000 también se presentaron influencias del exterior que incidieron desfavorablemente. Entre éstas cabe mencionar:

- (a) la caída del precio internacional del petróleo; y

- (b) la confirmación de la desaceleración económica en los Estados Unidos.

Como se comenta en el Capítulo II, el deterioro en el entorno internacional a finales del año no afectó significativamente el desenvolvimiento de la economía nacional. Así, los efectos positivos de la expansión en los Estados Unidos, del elevado precio del petróleo y del comportamiento favorable de los flujos de capital, contribuyeron al crecimiento económico y a la estabilidad del tipo de cambio. Esta última constituyó un factor coadyuvante del proceso desinflacionario.

En 2000, la economía mexicana registró una tasa de crecimiento superior a la esperada, así como una inflación congruente con el objetivo y significativamente menor que el pronóstico de los analistas del sector privado al inicio del año. Estos resultados positivos se dieron a la par de una situación favorable en el mercado laboral, ya que se registró un aumento tanto del empleo como de los salarios reales. En lo que hace a las cuentas externas, los déficit de la balanza comercial y de la cuenta corriente se incrementaron en relación con los observados en 1999. Esto último es atribuible a que la expansión de la demanda agregada y el fortalecimiento del peso frente al dólar de los Estados Unidos más que compensaron los efectos propicios de los elevados precios del petróleo y del crecimiento de las exportaciones no petroleras. Una fracción sustancial del déficit en cuenta corriente fue financiada con flujos de inversión extranjera de largo plazo.

El incremento anual de los precios al consumidor al cierre de 2000 fue de 8.96 por ciento, el más bajo de los últimos seis años. De esta manera, por segunda ocasión consecutiva, se logró con holgura la meta correspondiente. En el año, la inflación general disminuyó 3.36 puntos porcentuales. Este descenso y el cumplimiento de la meta se explican principalmente por los siguientes factores: a) la aplicación de una política monetaria congruente con el objetivo de inflación; b) la estabilidad del tipo de cambio; y c) la mejoría de las expectativas de inflación.

La inflación subyacente tuvo un mejor desempeño que la inflación general, ya que disminuyó a mayor velocidad y terminó el año en un nivel inferior a la del INPC. Por tanto, los fenómenos que en 1999 contribuyeron de manera tan importante a la baja de la inflación general, no tuvieron el mismo efecto en 2000. Esto se debió a que la inflación de los bienes agropecuarios fue mayor que la del año anterior y que la

general. Asimismo, la inflación anual de los bienes administrados y concertados y la que registró el subíndice de precios de los servicios educativos fue más elevada que la del INPC. La mayor contribución al proceso de desinflación la tuvo el sector de mercancías, si bien la inflación en el sector servicios también descendió considerablemente. Hacia el final del año se observó un relativo estancamiento en el descenso de la inflación general y una menor velocidad en el ritmo al que venía bajando la inflación subyacente.

La autoridad monetaria intensificó en seis ocasiones la postura restrictiva de la política monetaria. El propósito primordial de dichas modificaciones fue alcanzar el objetivo de inflación para 2000 y, con énfasis creciente, asegurar una trayectoria de mediano plazo congruente con la meta de lograr una tasa de inflación menor que 6.5 por ciento en 2001 y de 3 por ciento en 2003. A partir de marzo las expectativas de inflación del público acerca de la tasa de inflación para 2000 se situaron ya por debajo de la meta de 10 por ciento.

Los efectos de la intensificación de la restricción monetaria sobre las tasas de interés internas se perciben con mayor claridad a partir del incremento del “corto” acordado el 16 de mayo. Con este fin, conviene comparar la evolución en el periodo de las tasas de interés externas con la de las internas. Después del “corto” referido, las tasas de interés internas, nominales y reales, se incrementaron o se mantuvieron constantes aun cuando la tasa de interés externa se haya reducido. El resultado de ello fue que se amplió la brecha entre ambas (Gráfica 21). Lo anterior se tradujo a fines de año en niveles de tasas internas nominales ligeramente superiores a los observados al inicio de 2000. Por su parte, las tasas reales terminaron el año en un nivel sustancialmente más elevado, en un contexto de tasas externas ligeramente inferiores a las prevalecientes al inicio del periodo. Ello sugiere que las modificaciones en la postura de la política monetaria han llevado a una disociación parcial entre las tasas internas y las externas.

Dado el rezago considerable con el que las acciones de la política monetaria inciden sobre la evolución de la economía y de los precios, la elevación de las tasas de interés internas todavía no se ha traducido en una franca desaceleración del gasto interno. Confirmando esta apreciación, los datos más recientes señalan que éste aún crece a un ritmo vigoroso.

A su vez, después de una disminución significativa en enero de 2000, los incrementos nominales de los salarios contractuales se mantuvieron en un nivel relativamente constante durante la mayor parte del año, mostrando la misma inercia que se ha constatado en años anteriores. Debido a dicha inercia, será de suma importancia que desde enero de 2001 las revisiones salariales sean congruentes con el objetivo de inflación de 6.5 por ciento propuesto para el año, y con los incrementos sostenibles de la productividad de la mano de obra.<sup>15</sup>

Debido a lo anterior, así como a los fenómenos de índole externa ya mencionados, el año 2000 culminó con una postura de la política monetaria más restrictiva. Los ajustes del “corto” acordados a lo largo del año estuvieron enfocados a limitar el efecto sobre el crecimiento de los precios de los factores enumerados anteriormente.

## **III.2. Perspectivas del Sector Privado para 2001**

---

### **III.2.1. Pronóstico sobre los Principales Determinantes de la Inflación**

Desde la publicación del pasado Informe sobre la Inflación, los pronósticos de la mayoría de los analistas respecto a las principales variables externas que influyen sobre el desempeño de la economía mexicana presentaron un deterioro importante. En particular, es conveniente destacar los siguientes:

- (a) El crecimiento anual esperado para la economía de los Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2000 se redujo ligeramente a 2.3 por ciento y la expectativa para el año se ajustó de 5.2 por ciento en septiembre a 5.1 por ciento actualmente<sup>16</sup>. Sin embargo, el pronóstico para 2001 se revisó sustancialmente a la baja, al pasar de 3.7 por ciento en septiembre a 1.8 por ciento a la fecha<sup>16</sup>. Los analistas del sector privado esperan que en 2001 dicha economía no crezca en el primer trimestre y lo haga a tasas de 1.1, 2.9 y 3.6 por ciento en el segundo, tercero y cuarto trimestres del año.

<sup>15</sup> La evolución de la demanda agregada, del consumo, del déficit comercial y de los salarios en la parte final de 2000 se discute en secciones anteriores de este documento.

<sup>16</sup> Promedio de los pronósticos de Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley y Deutsche Bank, enero de 2001.

- (b) El precio promedio estimado por los analistas del sector privado para la mezcla mexicana de petróleo de exportación en el año 2001 se redujo de 20.85 dólares por barril en septiembre a 19 dólares por barril en enero. Por su parte, tomando en cuenta la cotización a futuro del petróleo WTI al 25 de enero y su diferencia con el precio de la mezcla mexicana en diciembre de 2000, se anticipa en 2001 un precio promedio de la mezcla mexicana de 18.52 dólares por barril.

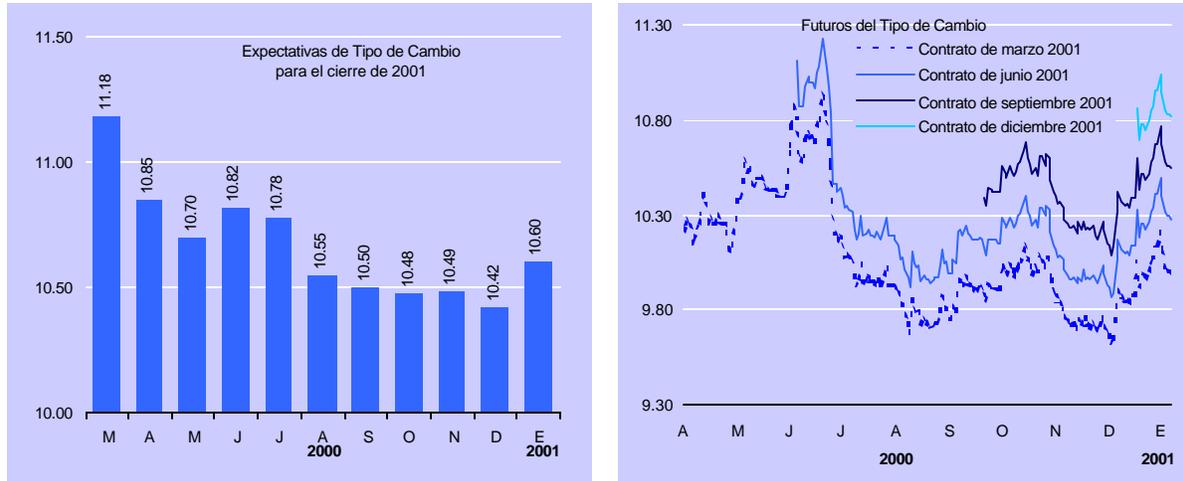
Los pronósticos sobre el tipo de cambio para el cierre de 2001, provenientes de la encuesta que levantó el Banco de México el 23 de enero de 2001 entre los analistas del sector privado, se modificaron ligeramente al alza. De acuerdo con dicha encuesta, a finales de enero el sector privado anticipaba que el tipo de cambio al cierre de 2001 sería de 10.60 pesos por dólar. La encuesta también señala que los niveles esperados para el tipo de cambio en febrero, marzo y abril son, respectivamente, 9.92, 10.01 y 10.06 pesos por dólar.

Por su parte, durante diciembre de 2000 el precio de los futuros del peso se vio muy afectado por el cambio de percepción que tuvo lugar respecto del crecimiento de la economía de los Estados Unidos en 2001 y por la caída del precio del petróleo. Lo anterior dio lugar a una importante corrección al alza del tipo de cambio “spot” y de los futuros del peso (Gráfica 29). Estos fenómenos se intensificaron en los primeros días de enero. Así, en la tercera semana de ese mes el precio futuro del tipo de cambio a diciembre de 2001 se situó en 10.82 pesos por dólar.

Gráfica 29

**Futuros del Tipo de Cambio y Expectativas de 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.

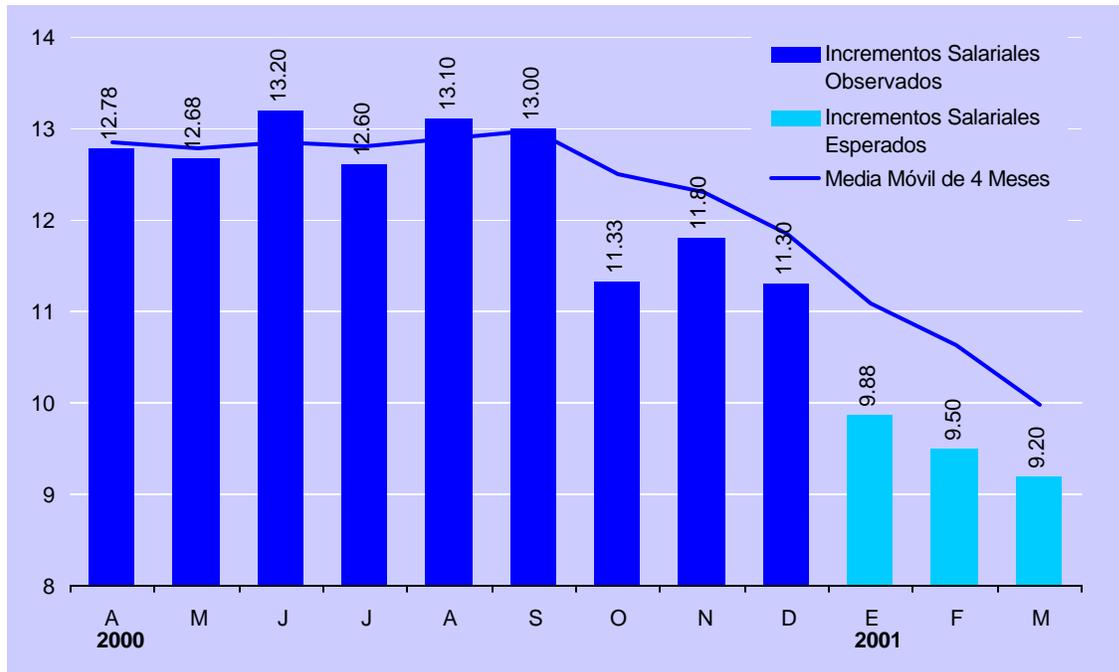
Otra variable que influye de manera importante sobre la inflación es el salario. Para enero, febrero y marzo de 2001, los analistas consultados en las encuestas que levanta el Banco de México anticipan que los aumentos salariales serán, respectivamente, de 9.9, 9.5 y 9.2 por ciento (Gráfica 30). Esto indica que esperan una importante corrección a la baja de la tasa de crecimiento de los salarios nominales.

Un tercer factor que incide de manera significativa sobre el proceso inflacionario y consecuentemente sobre las expectativas de inflación lo constituyen los ajustes que se deciden para los precios administrados y concertados. Con relación a la evolución esperada para dichos precios, hay que destacar que de acuerdo con los Criterios Generales de Política Económica, los precios y tarifas que aplican los organismos y empresas públicas se ajustarán primordialmente en línea con la inflación objetivo para 2001 y que los precios de los bienes y servicios públicos que son utilizados como insumos en los procesos productivos se determinarán con base en su referencia internacional.

Gráfica 30

**Incrementos Salariales Contractuales**

Por ciento



FUENTE: Secretaría del Trabajo y Previsión Social. Para enero de 2001 el dato se tomó 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 diciembre de 2000. Para febrero y marzo los pronósticos se tomaron de la mencionada encuesta levantada en enero de 2001.

Por lo que se refiere a la expansión del PIB, las estimaciones para 2000 se han ajustado al alza, al pasar de 6.71 por ciento en la encuesta de septiembre a 7.17 por ciento en la de diciembre. Asimismo, para el cierre del mismo año, los especialistas consultados por el Banco de México anticipan incrementos del consumo y de la inversión de 7.2 por ciento y 10.4 por ciento, respectivamente. En cuanto al sector externo, pronostican un déficit en cuenta corriente de 17,313 millones. Finalmente, los analistas estiman que la inversión extranjera directa sumó 13,012 millones de dólares y que el déficit fiscal resultó en 2000 de 0.85 por ciento como proporción del PIB.

Los indicadores sobre el clima de los negocios y el nivel de confianza que se recogieron en la más reciente encuesta del Banco de México mostraron un debilitamiento del optimismo que se había reportado en los últimos meses.

Según los consultores encuestados, los principales factores que podrían obstaculizar la actividad económica durante los próximos meses son los siguientes: la debilidad de los mercados externos y de la economía mundial (28 por ciento de las respuestas para cada uno); el elevado costo del financiamiento interno (14 por ciento de las respuestas); y el nivel del precio de exportación del petróleo (10 por ciento de las respuestas).

Para 2001 el crecimiento real del PIB esperado por los analistas encuestados se ajustó de 4.56 por ciento en septiembre de 2000 a 3.83 por ciento en enero. A la vez, pronostican un déficit de la balanza comercial y de la cuenta corriente de 12,445 y 22,708 millones de dólares, respectivamente. Asimismo, los consultores estiman un incremento de las exportaciones no petroleras de 11.6 por ciento y una disminución de las exportaciones petroleras de 14.6 por ciento. Por otra parte, se anticipa que las importaciones aumentarán 11.8 por ciento. Finalmente, los analistas esperan un flujo de inversión extranjera directa de 13,047 millones de dólares para el año.

En cuanto a los pronósticos relativos al déficit fiscal para 2001, la encuesta de enero señala que éste será de 0.69 por ciento como proporción del PIB.

### III.2.2. Expectativas de Inflación del Sector Privado

Los pronósticos de la inflación mensual para enero, febrero y marzo se han mantenido prácticamente constantes. Dichos pronósticos implican que la inflación anual descenderá de 8.96 en diciembre de 2000 a 8.55 en marzo de 2001 (Cuadro 8).

**Cuadro 8**

#### **Expectativas de Inflación Mensual y Anual**

Por ciento

	<b>Mensual</b>	<b>Anual</b>
Enero	1.11	8.71
Febrero	0.75	8.56
Marzo	0.54	8.55

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

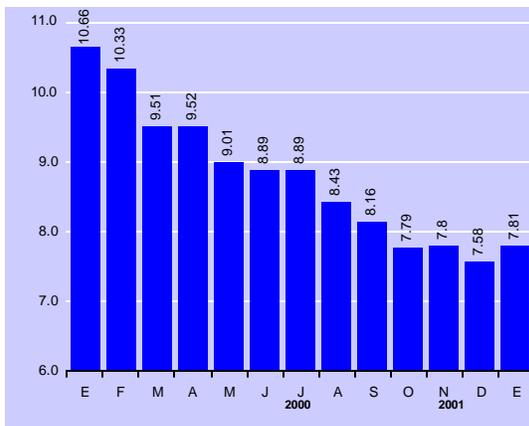
Las expectativas de inflación para los siguientes doce meses se ajustaron a la baja y las referentes a 2001 aumentaron ligeramente. De acuerdo con las encuestas que recaba el Banco de México, la expectativa de inflación para el año 2001 pasó de 7.81 por ciento en

septiembre de 2000 a 7.87 en enero de 2001. Cabe destacar al respecto que algunos consultores incorporaron en sus expectativas los efectos de una posible reforma fiscal. Asimismo, es importante subrayar que el nivel de la inflación esperada para 2001 resulta aún incompatible con el objetivo de alcanzar en el año una inflación que no exceda de 6.5 por ciento. Finalmente, la inflación esperada para 2002 se ubica en 6.28 por ciento (Gráfica 31).

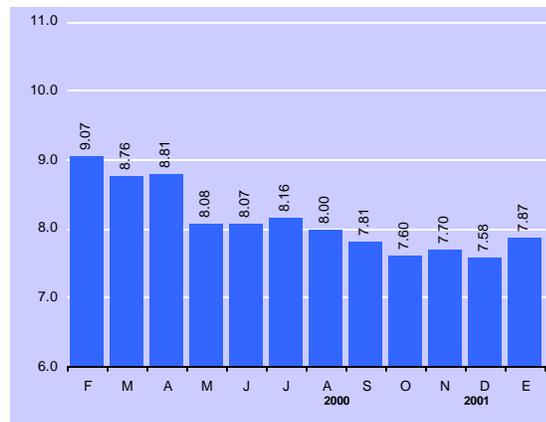
**Gráfica 31 Evolución de las Expectativas de Inflación**

Variación anual en por ciento

Próximos 12 meses



Cierre de 2001



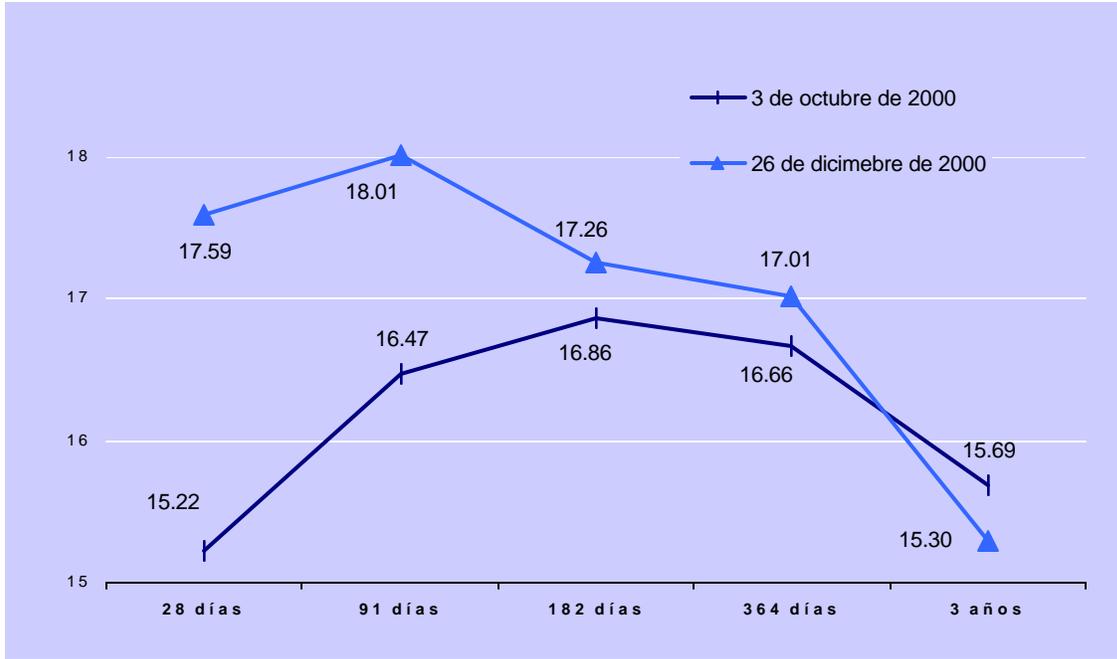
FUENTE: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

Los ajustes observados en la percepción del riesgo país, la volatilidad cambiaria y la mayor restricción monetaria han inducido un aumento de las tasas de interés en todos los plazos menores que un año. Sin embargo, la curva de rendimientos de los Cetes se ha invertido, lo cual refleja claramente una expectativa de descenso tanto de la inflación como de las tasas nominales (Gráfica 32).

Gráfica 32

Curvas de Rendimiento Nominal de los Cetes: Tasas de la Subasta Primaria

Por ciento



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

## IV. Programa Monetario para 2001

---

A partir de la adopción del régimen de libre flotación cambiaria, como consecuencia de la crisis de balanza de pagos de 1994-1995, el tipo de cambio dejó de funcionar como el instrumento de política que orientaba las expectativas de inflación alrededor de los objetivos de la autoridad. En esas circunstancias, la política monetaria asumió el papel que, en términos técnicos, se conoce como ancla nominal de la economía.

El esquema de la política monetaria se ha modificado con el fin de incrementar su efectividad y transparencia ante los cambios que ha experimentado la economía de México en el transcurso de los últimos seis años. Esta evolución ha tenido como resultado una convergencia gradual hacia un esquema de objetivos de inflación. Este es utilizado hoy en día, con diferentes variantes, por varios bancos centrales, tanto de países desarrollados como emergentes. Por ello, a fin de dar una explicación detallada de la estrategia actual de la política monetaria y propiciar su entendimiento, resulta conveniente realizar un breve recuento de sus orígenes y de su evolución reciente. Con ese propósito, en la siguiente sección se presenta una reseña de las principales modificaciones que ha experimentado la política monetaria en México en los últimos años. Posteriormente, se describen los principales elementos del esquema de objetivos de inflación que se incluyen en el Programa Monetario para 2001. Finalmente, debido a que la aplicación de la política monetaria responde tanto al entorno interno como al externo, se esboza el marco macroeconómico esperado para 2001 y los principales factores de riesgo que se vislumbran, así como la posible reacción de la política monetaria ante la eventual materialización de dichos riesgos.

### **IV.1. Evolución Reciente del Esquema de Política Monetaria: La Convergencia a Objetivos de Inflación**

---

A consecuencia de la devaluación del peso y del repunte de la inflación, derivados de la crisis cambiaria y financiera de 1994-1995, la credibilidad del Banco de México se vio severamente dañada. Debido a la necesidad de establecer un ancla nominal visible y estricta, en 1995 se

adoptó como guía de la política monetaria un límite al crecimiento del crédito interno neto del Banco Central durante dicho año. Este límite se derivó de la estimación del crecimiento de la demanda de base monetaria y del supuesto de una nula acumulación de reservas internacionales. Conviene aclarar al respecto, que en ese momento no se pensó en dicho límite, o en el crecimiento de la base, como un objetivo que pudiera ser utilizado como regla cuasiautomática para la conducción monetaria. Ello, toda vez que sus limitaciones para tal fin eran conocidas por la autoridad. Sin embargo, a causa de la crisis de credibilidad por la que atravesaba en ese momento el Instituto Central, se juzgó conveniente la adopción de un agregado monetario muy visible para servir como guía del programa monetario. Las limitaciones de los agregados monetarios como referencia para la conducción de la política monetaria, así como sus ventajas en las circunstancias por las que atravesaba la economía mexicana, se expresaron de la siguiente manera en el texto del Programa Monetario para 1995:<sup>17</sup>

*La mayoría de los bancos centrales ha dejado de adoptar objetivos cuantitativos en cuanto a la evolución de su propio crédito o de agregados monetarios tales como los billetes y monedas en circulación, medio circulante u otros. Esto, debido a que los cambios tecnológicos o de regulación financiera, ocurridos en las últimas décadas, han dado lugar a que se haya perdido en buena medida la relación más o menos estable, que años atrás existía, entre alguno de esos agregados y el PIB nominal.*

*No obstante lo expresado en el párrafo inmediato anterior, la presente crisis de confianza en la moneda nacional determina la conveniencia de que el banco central adopte una política de crédito primario sumamente estricta. Esto lo puede hacer imponiéndose un límite al crecimiento de su crédito interno durante el año.*

*Esta fórmula puede coadyuvar eficazmente a que las expectativas inflacionarias de los agentes económicos vayan convergiendo con las proyecciones de precios contenidas en el programa económico adoptado por el Gobierno Federal, las cuales concuerdan con las*

---

<sup>17</sup> Exposición sobre la Política Monetaria para 1995, pp. 53-54.

*estipulaciones del Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica.*

En el aludido reporte también se anunció que dentro del límite establecido para el crecimiento del crédito interno, la Junta de Gobierno manejaría su evolución considerando los siguientes factores:<sup>18</sup>

*Las divergencias entre la inflación observada y la inflación prevista en el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica, respondiendo con medidas contraccionistas en caso de que se perciba una aceleración de la inflación.*

*El comportamiento del tipo de cambio y de los diferenciales entre las tasas de interés a diferentes plazos. La política monetaria será restrictiva en caso de observarse una tendencia hacia la depreciación del tipo de cambio. Lo mismo sucederá si el diferencial entre las tasas nominales de largo y corto plazo se amplía, o si el diferencial entre las tasas reales de los Ajustabonos a cierto plazo y de los Cetes al mismo plazo se ensancha. Esto último, en razón de que se considera que el comportamiento de dichos diferenciales refleja las expectativas inflacionarias del público.*

*Los resultados de encuestas sobre expectativas inflacionarias del público y de especialistas.*

*La evolución de otros factores, tales como los precios productor y las revisiones de los contratos colectivos de trabajo.*

De esta manera en el Programa Monetario para 1995 se incorporaba una regla explícita relativa al crecimiento del crédito interno y el uso discrecional de los instrumentos de política para inducir las condiciones monetarias adecuadas para alcanzar los objetivos propuestos. El primer elemento cumplía la función fundamental de establecer un compromiso estricto para limitar la fuente primordial de inflación: la creación excesiva de crédito interno. De esta manera se afectaba el comportamiento de las expectativas de inflación. El segundo elemento se sustentaba en el manejo discrecional del crédito interno,

---

<sup>18</sup> Exposición sobre la Política Monetaria para 1995. pp. 55-56.

dentro de los límites establecidos por el primer elemento, para inducir un comportamiento de los precios congruente con el objetivo de inflación.

Asimismo, con el fin de contar con un esquema operativo de acuerdo al cual tanto el tipo de cambio como las tasas de interés fuesen determinadas libremente por el mercado, el Banco de México tomó dos decisiones importantes: establecer el régimen denominado “encaje promedio cero” y la utilización del objetivo de saldos acumulados en las cuentas corrientes que mantiene la banca en el Instituto Central como instrumento de la política monetaria.<sup>19</sup> Mediante este último mecanismo el Banco de México envía señales a los mercados financieros, sin predeterminar los niveles de la tasa de interés o del tipo de cambio.

En 1997 se introdujo en el Programa Monetario del Banco de México un pronóstico de la evolución diaria de la demanda de base monetaria. Ello, para proporcionar a los agentes económicos una referencia que facilitara el seguimiento de la política monetaria.

Si bien la inflación se redujo de 52 por ciento en 1995 a menos de 9 por ciento en 2000, en dicho lapso la experiencia mostró que en la medida en que la inflación disminuye, la relación entre el dinero y los precios se vuelve más incierta. La estrecha relación que mantuvieron el crecimiento de la base y la inflación en el periodo 1986-1990 se fue diluyendo a partir de este último año (Gráfica 33). En el periodo 1997-2000, la relación entre el crecimiento de la base monetaria y el de los precios se debilitó como consecuencia del proceso de remonetización que ha tenido lugar en respuesta a la consolidación de la tendencia decreciente de la tasa de inflación.

Además, por lo general los movimientos de la inflación se han anticipado a los de la base monetaria (Gráfica 33). Ello comprueba que en el pasado las perturbaciones inflacionarias no han sido el resultado de una política monetaria expansiva, sino que ésta ha acomodado los efectos inflacionarios causados por las alteraciones de los precios clave de la economía. Consecuentemente, la trayectoria de esta última variable no es útil para inferir el incremento futuro de los precios. Tal desconexión pone de manifiesto que los movimientos del crecimiento de la base monetaria proporcionan información imprecisa sobre la evolución de la inflación presente y futura. Por tanto, la utilidad del pronóstico sobre el crecimiento de la base como elemento para influir en la formación de las

---

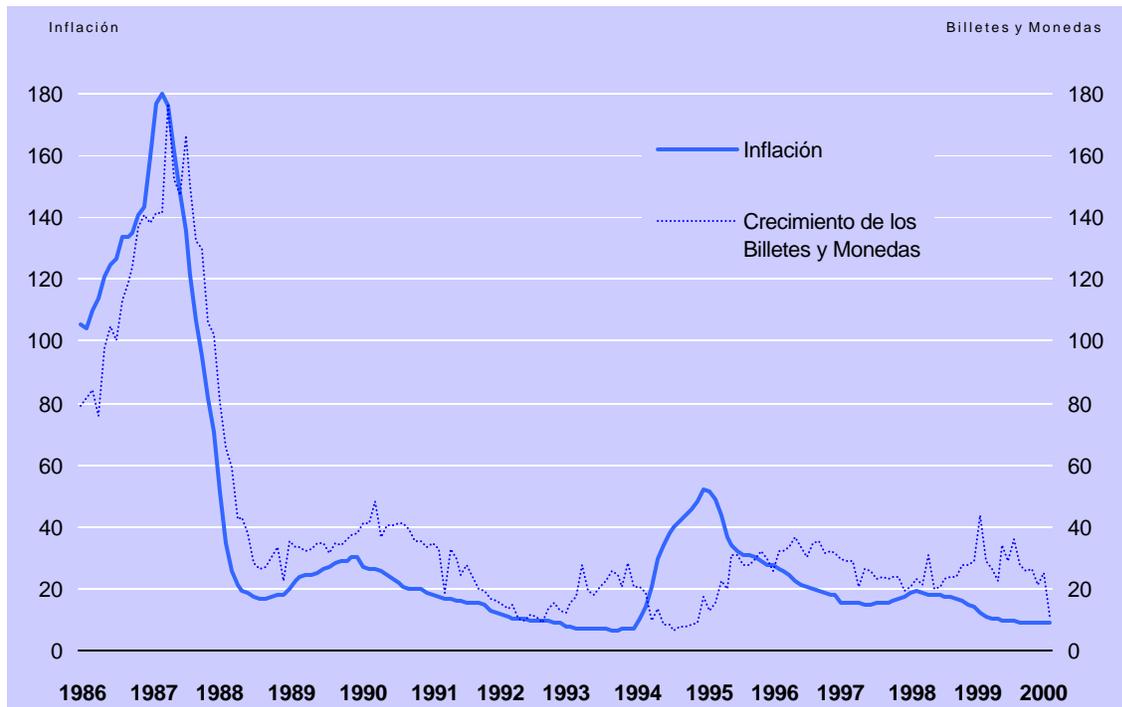
<sup>19</sup> Para una explicación detallada de este mecanismo, véase el Informe Anual del Banco de México de 1996, Anexo 4.

expectativas inflacionarias y para garantizar el cumplimiento de los objetivos establecidos, se ha debilitado.

Gráfica 33

### Crecimiento de los Billetes y Monedas e Inflación en México: 1986-2000

Por ciento

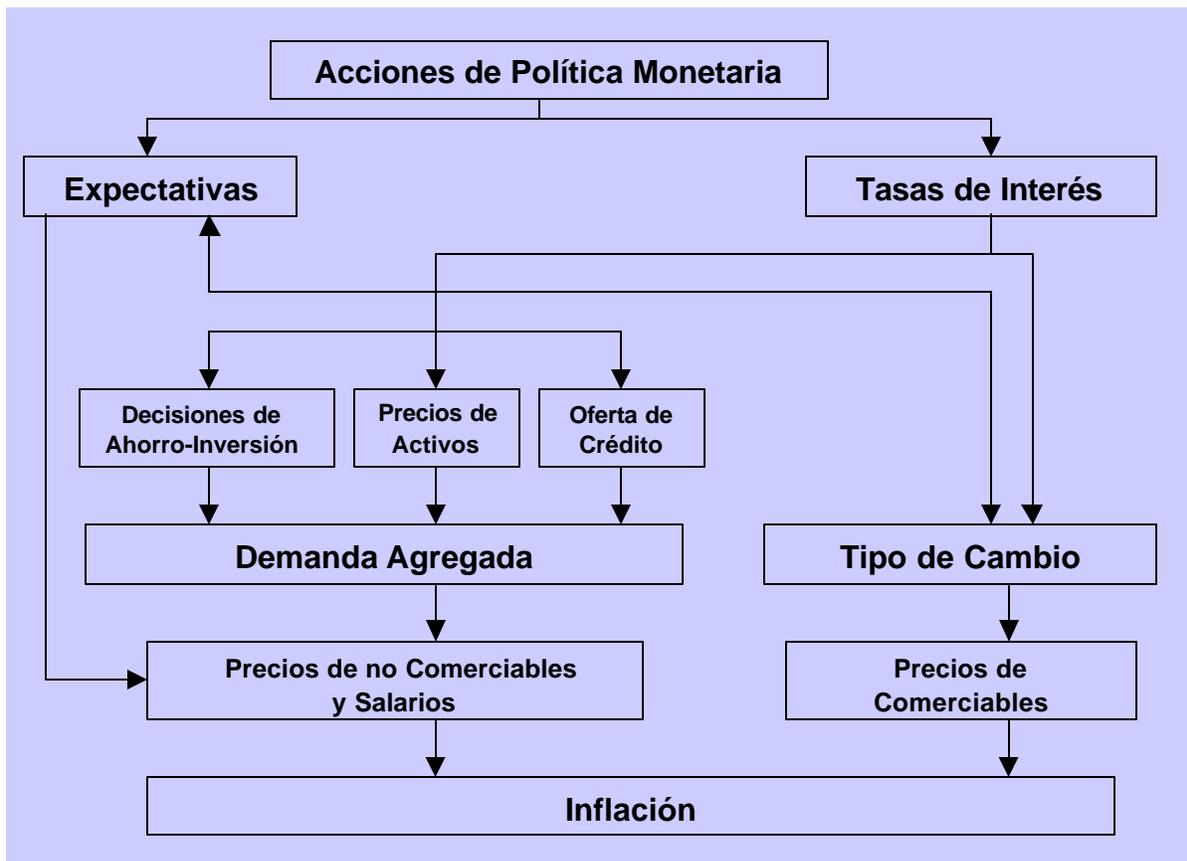


La ausencia de una relación estable entre los agregados monetarios estrechos y la inflación en la mayoría de las economías desarrolladas ha llevado a sus bancos centrales a reducir la importancia otorgada a su evolución como fundamento para el análisis y evaluación de las presiones inflacionarias.

En años recientes la credibilidad del Banco de México se ha estado fortaleciendo. Por esta razón ahora se enfatiza el estudio cuidadoso de diversos indicadores que proporcionan información sobre el fenómeno inflacionario. Esta práctica corresponde a lo indicado en el segundo elemento de la política del Instituto Central introducido desde el programa monetario de 1995. En los últimos años las acciones de la política monetaria en México se han fundamentado en un análisis exhaustivo y continuo de aquellas variables que inciden sobre el comportamiento de la inflación y que sirven para hacer pronósticos del

crecimiento de los precios. Cuando este análisis ha indicado que las presiones inflacionarias que se han acumulado resultan incongruentes con los objetivos, se ha restringido la política monetaria a través de ampliaciones del “corto”. Ello, con el fin de inducir las condiciones monetarias requeridas para restablecer la congruencia entre los pronósticos y las metas de inflación. Los canales a través de los cuales las acciones de política monetaria afectan la evolución de los precios se ilustran en el siguiente diagrama (Gráfica 34).

**Gráfica 34** Canales de Transmisión de la Política Monetaria



Cuando se amplía el “corto” el Banco de México propicia un aumento de las tasas de interés nominales de corto plazo y una mejoría de las expectativas de inflación. A consecuencia de estos efectos las tasas de interés reales aumentan. La efectividad del “corto” para modificar el comportamiento de las tasas de interés ha sido comprobada

por varios estudios<sup>20</sup>. El incremento de las tasas de interés reales y la mejoría de las expectativas de inflación que induce una ampliación del “corto”, influyen sobre la evolución de los precios, si bien con rezagos considerables, a través de varios canales.

En primer lugar, el incremento de las tasas de interés reales, por medio de su efecto sobre las decisiones de ahorro e inversión de las personas y empresas, mitiga el ritmo de expansión de la demanda agregada. A su vez, esta última influencia debilita las presiones sobre los salarios y sobre los precios de los bienes no comerciables.

En segundo lugar, el aumento de las tasas de interés, además de reducir la demanda de crédito, puede también limitar la oferta del mismo. Esto último, si los bancos consideran que las mayores tasas de interés pueden implicar el apoyo a proyectos de inversión de alto riesgo. De esta manera, el aumento de las tasas de interés, aunado a la incertidumbre de la banca respecto a la calidad de los proyectos de inversión, puede propiciar una menor disponibilidad de crédito en la economía. A su vez, ello afectaría a la inversión y, por consiguiente, a la demanda agregada y a los precios.

En tercer lugar, los incrementos de las tasas de interés hacen más atractiva la inversión en bonos y disminuyen la demanda de acciones, por lo que el valor de mercado de estas últimas disminuye. Ante la reducción del valor de las empresas, éstas enfrentan un deterioro de las condiciones en las cuales obtienen financiamiento, encareciéndose la realización de nuevos proyectos de inversión. Lo anterior afecta a la demanda agregada y eventualmente a los precios. Con respecto a los consumidores, el aumento de las tasas de interés y la consecuente reducción de los precios de las acciones disminuyen el valor de sus activos y, por consiguiente, perciben que su riqueza es menor. Estos fenómenos producen una contracción del consumo y de la demanda agregada.

En cuarto lugar, las tasas de interés más elevadas inducen una apreciación (o menor depreciación) del tipo de cambio, lo cual afecta directamente el comportamiento de los precios de los bienes comerciables y las expectativas de inflación. Asimismo, los movimientos

---

<sup>20</sup> Por ejemplo: “El efecto del “corto” sobre la estructura de tasas de interés”, Documento de Investigación 2000-1, Banco de México, junio de 2000.  
“Expectativas de inflación, riesgo país y política monetaria en México”. Documento elaborado para el seminario *Estabilización y Política Monetaria: La Experiencia Internacional*, organizado por el Banco de México en noviembre de 2000.

del tipo de cambio real afectan el crecimiento de la demanda agregada al incidir sobre el precio relativo de los bienes comerciables y los no comerciables. Sin embargo, ni la teoría ni la evidencia son concluyentes respecto de sus consecuencias expansionistas o contraccionistas.

Cabe aclarar que si bien uno de los probables efectos de una política monetaria más restrictiva es generar una tendencia hacia una apreciación (o menor depreciación) del tipo de cambio, dicha política no es utilizada por el Banco de México con este propósito. De hecho, fundamentalmente se busca afectar la tendencia de la inflación de mediano plazo a través de los demás canales de transmisión. Además, aunque las acciones monetarias restrictivas tienen el efecto aludido, el tipo de cambio en un régimen de libre flotación se ve influido por una multiplicidad de variables, por lo que las medidas restrictivas de política monetaria no son efectivas para anclarlo, como en algunas ocasiones se ha sugerido por diversos analistas.

Finalmente, la corrección de las expectativas de inflación que se da en respuesta a un aumento del “corto” se verá reflejada a la postre en la revisión de los salarios, en la formación de los precios en la economía y en la cotización del tipo de cambio.

La descripción anterior deja en claro la complejidad de los canales de transmisión de la política monetaria y la incertidumbre sobre la importancia relativa de cada uno de ellos.<sup>21</sup>

Con fundamento en lo expuesto, a fin de evaluar la conducción de la política monetaria, los agentes económicos necesitan conocer los elementos sobre los cuales el Banco de México finca su análisis de las presiones inflacionarias y de las condiciones monetarias, así como los objetivos de inflación de corto y mediano plazos. Por tanto, en el año 2000 el Banco de México consideró conveniente ampliar los mecanismos de comunicación con el público mediante la publicación de informes trimestrales sobre la inflación. Asimismo, se anunciaron objetivos de inflación multianuales. Estas medidas constituyen un esfuerzo significativo para lograr que la aplicación de la política monetaria sea lo más transparente posible. De esta forma, la política monetaria en México ha ido convergiendo a un esquema de objetivos de inflación.

---

<sup>21</sup> Aunque existen canales adicionales a través de los cuales la política monetaria influye sobre el comportamiento de la inflación, éstos son menos relevantes y pueden consultarse fácilmente en la literatura especializada.

Este esquema de la política monetaria fue utilizado por primera vez en 1990 por Nueva Zelanda. A partir de entonces, varios países, desarrollados y emergentes, lo han adoptado. Ello, como resultado de los problemas que enfrentaron las estrategias sustentadas en agregados monetarios y por la creciente adopción de sistemas cambiarios de libre flotación. Entre los países que utilizan este enfoque también se encuentran Australia, Canadá, Inglaterra, Suecia, Finlandia, Israel, Chile, la República Checa, Brasil, Polonia y Sudáfrica.<sup>22</sup> Las principales características de este régimen monetario, el cual se basa en la aplicación de medidas discrecionales de política monetaria con el fin de alcanzar los objetivos de inflación propuestos, son las siguientes:

- (a) el reconocimiento de la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria;
- (b) el anuncio de metas de inflación de mediano plazo;
- (c) la conformación de una autoridad monetaria autónoma;
- (d) la aplicación de la política monetaria en un marco de transparencia, el cual se sustenta en una estrategia de comunicación respecto de los objetivos, planes y decisiones de la autoridad monetaria;
- (e) un análisis de todas las fuentes de presiones inflacionarias con el fin de evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios; y
- (f) el uso de mediciones alternativas de la inflación, como la inflación subyacente, para separar aquellos fenómenos que inciden de manera transitoria sobre la inflación e identificar la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios.

Entre los beneficios que han obtenido los países que adoptaron este esquema destacan los siguientes:

- (a) reducción de la inflación y consolidación de la estabilidad de precios;

---

<sup>22</sup> Para una descripción de algunas de estas experiencias véase "Metas de inflación como instrumento de política monetaria", Documento de Investigación 9702, Banco de México, mayo de 1997.

- (b) disminución de la transmisión de los movimientos cambiarios a precios;
- (c) mayor transparencia y comprensión de la aplicación de la política monetaria; y
- (d) mejor rendición de cuentas por parte de la autoridad monetaria.

## **IV.2. Elementos del Programa Monetario**

---

En esta sección se presentan los elementos fundamentales del esquema de política monetaria vigente en México. Estos son congruentes con la descripción arriba presentada del esquema de objetivos de inflación.

### **IV.2.1. Objetivos del Programa**

Debido a que la inflación en México es aún elevada, la Junta de Gobierno ha considerado que para abatir el crecimiento de los precios de manera permanente, es preferible hacerlo en forma gradual. Esta estrategia se ha adoptado con el fin de reducir los costos sociales que conlleva el proceso de estabilización. La evidencia recabada de aquellas economías que han reducido la inflación a partir de niveles similares a los que prevalecen hoy en día en México, confirma la pertinencia de la decisión tomada por el Instituto Central.

Con base en este planteamiento, la Junta de Gobierno del Banco de México estableció como objetivo de mediano plazo que para diciembre de 2003 se alcance una tasa de incremento anual del INPC de 3 por ciento. Con el propósito de establecer referencias de corto plazo en la trayectoria hacia la estabilidad de precios, la Junta de Gobierno del Banco de México, en el Informe sobre la Inflación: Julio–Septiembre de 2000, fijó como meta para 2001 una inflación anual que no exceda de 6.5 por ciento. A la vez, también se anunció que el objetivo de inflación para 2002, el cual será dado a conocer en el transcurso del presente año, deberá situarse en alrededor de 4.5 por ciento. En diciembre de 2000, el H. Congreso de la Unión aprobó el Presupuesto de Egresos de la Federación y la Ley de Ingresos para 2001, los cuales son congruentes con un déficit de 0.65 por ciento del producto. La reducción propuesta en el déficit del sector público coadyuvará al abatimiento de la inflación.

Dada la coyuntura actual, una condición necesaria para alcanzar las metas propuestas es una política monetaria restrictiva. Cuando la fijación de los precios y de los salarios en la economía se guía por expectativas de inflación que se encuentran por arriba de las metas, el Instituto Central debe restringir la postura de la política monetaria. Lo anterior con el fin de inducir, a través de los canales ya descritos, una corrección de las expectativas de inflación de los agentes económicos y, eventualmente, que ese hecho se refleje en la fijación de los precios y de los salarios en la economía. Mientras no exista congruencia entre estas variables y las metas de corto y largo plazo, la política monetaria deberá mantener su sesgo restrictivo. Es por ello que en una situación como la que actualmente se vive en México, en la cual las expectativas de inflación son superiores a las metas, un elemento esencial para alcanzar el objetivo de inflación es la aplicación de una política monetaria restrictiva. De este planteamiento también se desprende que en la medida en que la determinación de los precios y de los salarios sea compatible con los objetivos de inflación, éstos podrán alcanzarse con la aplicación de una política monetaria menos restrictiva. Como resultado, el costo del proceso de reducción de la inflación disminuye.

Aun cuando la postura monetaria sea la adecuada, en el corto plazo la evolución de los precios puede verse influida por perturbaciones de los precios clave de la economía, como son el tipo de cambio, los salarios y los precios administrados y concertados por el sector público. Por ello, es posible que al materializarse dichas perturbaciones, la política monetaria no pueda contrarrestarlas con la velocidad necesaria para cumplir con la meta anual de inflación. En tales circunstancias, el objetivo de mediano plazo adquirirá la función de ancla nominal del sistema. Ante esta situación, la autoridad monetaria anunciará el tiempo que estima tomará la absorción de la perturbación aludida y aplicará las medidas apropiadas para alcanzar el objetivo de mediano plazo propuesto originalmente. Estas acciones estarían dirigidas a limitar el deterioro de las expectativas inflacionarias y a permitir el restablecimiento de la trayectoria descendente de la inflación.

En aquellos periodos en los cuales la economía requiere de una depreciación del tipo de cambio real, o de un aumento de los precios públicos, se experimentan presiones inflacionarias no anticipadas. Si en tal coyuntura, la autoridad monetaria quisiera cumplir a toda costa con sus objetivos de inflación de corto plazo, tendría que inducir un movimiento en sentido contrario en el resto de los precios de la economía, de magnitud tal que compensara los impactos inflacionarios de

los aumentos mencionados. Debido a la inflexibilidad a la baja que exhiben casi todos los precios, este ajuste sería prácticamente imposible de realizar en el corto plazo sin que sus costos resultaran excesivamente onerosos. En consecuencia, ante un escenario semejante, el Banco de México, siguiendo la práctica de la mayoría de los bancos centrales del mundo, no compensaría totalmente el impacto inflacionario directo de los ajustes, lo cual redundaría en una desviación transitoria de la inflación respecto de los objetivos de corto plazo. El Banco de México restringiría la política monetaria en el grado necesario para evitar la generación de efectos duraderos sobre las expectativas inflacionarias y sobre la inflación misma. De esta manera, las perturbaciones aludidas tendrían tan sólo un impacto temporal sobre la inflación. Una vez absorbidas, el crecimiento de los precios regresaría a la trayectoria establecida originalmente.

Los incrementos salariales nominales cuando son incompatibles con las ganancias en productividad y con los objetivos de inflación, también elevan considerablemente el costo social del proceso desinflacionario. Esto se debe a que, como secuela de dichos aumentos, se elevarían los costos de producción de las empresas. Al enfrentar esta situación, una vez agotadas las posibilidades de absorber los mayores costos aceptando una reducción de sus utilidades, las empresas tratarían de trasladarlos al consumidor a través de alzas en sus precios. Si la autoridad monetaria acomodara estos aumentos, la inflación se incrementaría y ello reduciría o anularía las pretendidas ganancias en el salario real.

Por el contrario, si la autoridad monetaria reaccionara restrictivamente, el resultado sería una contracción de las utilidades de las empresas, de la inversión y del empleo. En suma, la economía se vería sumergida en una situación de bajo o nulo crecimiento. La meta de desinflación se habría logrado, pero el costo del ajuste resultaría elevado.

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

Un factor que ha coadyuvado a alcanzar los objetivos de inflación en los últimos dos años es el cumplimiento de las metas en el ámbito de las finanzas públicas. Sin embargo, como se ha señalado en múltiples ocasiones, la fortaleza fiscal de los últimos años se apoyó

parcialmente en ingresos petroleros elevados. Esto transparenta la vulnerabilidad que presentan el marco macroeconómico y el descenso futuro de la inflación frente a una reducción súbita del precio del petróleo. La excesiva dependencia de los ingresos públicos con respecto al petróleo constituye una de las deficiencias más graves de que adolece la estructura fiscal de México. Por ello, resulta de suma importancia vigorizar las finanzas públicas mediante una reforma fiscal que reduzca dicha dependencia.

En caso de que la reforma fiscal causara efectos alcistas sobre los precios, en el corto plazo se produciría una desviación transitoria de la inflación respecto de las metas propuestas. No obstante, como se señaló respecto de los cambios en los precios relativos, si la acción preventiva de la autoridad monetaria logra evitar la generación de efectos secundarios, la inflación regresará en tan sólo unos meses a los objetivos planteados inicialmente. En concreto, de presentarse el escenario descrito, una vez que se aprobara la reforma fiscal y se conocieran sus componentes, el Banco de México anunciaría el periodo en el que, a su juicio, surtiría efectos esta perturbación de la inflación y, por ende, cuántos meses podría retrasarse el cumplimiento de la meta de inflación de 2001. Una vez contenida la posible revisión de corto plazo de las expectativas inflacionarias, el proceso de reducción de la inflación se vería reforzado por una posición fiscal más sólida. Por tanto, aun cuando la reforma fiscal tuviera efectos inmediatos sobre la inflación, que obligaran a posponer el cumplimiento de los objetivos de corto plazo, la viabilidad de conseguir los de mediano y largo plazos se incrementaría.

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

- (a) una política monetaria restrictiva;
- (b) ajustes de precios administrados por el sector público con base en los objetivos de inflación;
- (c) incrementos salariales congruentes con las ganancias sostenibles en productividad y con la meta de inflación;
- (d) ausencia de perturbaciones externas severas –tales como reducciones de los términos de intercambio o de la oferta de

capitales externos— que conlleven una modificación considerable del tipo de cambio real; y

- (e) una postura fiscal estructuralmente sólida.

El Banco de México evaluará en los Informes sobre la Inflación que publique a lo largo de 2001 las consecuencias del incumplimiento de una o más de las condiciones enunciadas. Asimismo, se procuraría pronosticar la velocidad a la cual la perturbación inflacionaria podría ser absorbida. Obviamente, este ejercicio estaría sujeto a un grado considerable de incertidumbre. Una vez instrumentada la reforma fiscal con el afán de informar al público de la manera más transparente, el Banco de México daría a conocer su estimación de los efectos directos e indirectos de dicha reforma sobre la inflación. En esas circunstancias muy probablemente se tendría que restringir la política monetaria con el propósito de regresar la inflación general a niveles congruentes con los objetivos de mediano plazo. De esta forma, se reforzaría el papel de ancla nominal que cumplen las metas de inflación y se evitaría la contaminación de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos.

#### **IV.2.2. Instrumentación de la Política Monetaria**

La conducción de la política monetaria se lleva a cabo en un entorno en el cual tanto el tipo de cambio como las tasas de interés se determinan libremente en los mercados financieros. En este esquema, el Banco de México, al igual que la mayoría de los bancos centrales del mundo, garantiza antes que nada que no generará ni excesos ni faltantes de oferta de base monetaria. Para ello, ajusta diariamente la oferta de dinero primario de forma tal que esta corresponda con su demanda.

Acorde con este esquema, el Banco de México interviene todos los días en el mercado de dinero. Ello se hace mediante subastas, ofreciendo créditos o depósitos, o a través de la compraventa de valores gubernamentales en directo o en reporto<sup>23</sup>. El Banco de México permite a las instituciones de crédito, al cierre de las operaciones del día, registrar saldos negativos (sobregiros<sup>24</sup>) en sus cuentas corrientes, siempre y cuando al término de un periodo de 28 días, dichos sobregiros hayan sido compensados con depósitos equivalentes.

<sup>23</sup> Este tipo de operación puede realizarse con valores emitidos por el Gobierno Federal o bien por el propio Banco Central.

<sup>24</sup> Cuando no excedan de ciertos límites. Al respecto, ver Anexo 4 del Informe Anual 1996.

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

Con el objeto de enviar señales sobre sus intenciones de política monetaria, el Banco de México da a conocer diariamente el nivel al que pretende llevar el “saldo acumulado de los saldos diarios totales” de las cuentas corrientes al término del periodo de medición. De esta manera, por ejemplo, un objetivo de saldo acumulado igual a cero es indicativo de la intención del Banco Central de satisfacer, a tasas de interés de mercado, toda la demanda de billetes y, por tanto, de proporcionar los recursos necesarios para que la banca en su conjunto no se vea obligada a incurrir en sobregiros o a acumular saldos positivos no deseados al finalizar el periodo de cómputo.

Un objetivo de saldos acumulados negativo, o sea un “corto”, señala la intención del Banco Central de no proporcionar a la banca todos los recursos demandados a tasas de interés de mercado. Este tipo de acción por parte del Banco Central obliga a alguna o a varias instituciones de crédito a obtener una parte de los recursos requeridos a través del sobregiro en sus cuentas corrientes. Esto último, haciendo abstracción de otras influencias, induce una elevación de las tasas de interés, ya que las instituciones tratarán de evitar pagar la elevada tasa que se cobra por los sobregiros en el saldo acumulado al finalizar el periodo de cómputo. Esto se intentaría buscando obtener los recursos faltantes en el mercado de dinero. Esta circunstancia envía al mercado la señal de que el Banco de México ha adoptado una postura restrictiva de política monetaria.

El Banco de México siempre proporciona el crédito suficiente para atender plenamente la demanda de billetes y monedas, incluso cuando adopta un objetivo de saldos acumulados negativo. La diferencia reside en que en este último caso, parte de ese crédito es otorgado a una tasa superior a la de mercado, como resultado de que se ha producido un sobregiro en la cuenta corriente de uno o más bancos.

En algunas ocasiones, la tasa de interés determinada por el mercado podría no ser congruente con el cumplimiento de los objetivos de inflación. En tal situación, el Banco de México restringiría la postura de la política monetaria mediante el establecimiento o ampliación del “corto”. Como se mencionó, la efectividad del “corto” para inducir movimientos alcistas en las tasas de interés ha sido comprobada en varios estudios. Esta efectividad se ha manifestado claramente en ocasión de los aumentos recientes del “corto”. Durante el segundo semestre de 2000 y especialmente a partir del cuarto trimestre, las ampliaciones del “corto” han tenido como resultado un aumento sostenido de las tasas de interés reales.

El “corto” es el instrumento que utiliza, y que previsiblemente seguirá utilizando el Banco de México para inducir los movimientos de las tasas de interés necesarios para estar en posición de alcanzar los objetivos de inflación propuestos. El “corto” ha resultado ser un instrumento muy eficaz en cuanto a permitir una distribución espontánea del efecto inducido por las perturbaciones externas entre el tipo de cambio y las tasas de interés. Esta ventaja es de suma importancia en una economía como la mexicana, que está sujeta a una gran volatilidad y a una transmisión alta de las variaciones del tipo de cambio hacia los precios. Además, este mecanismo ha contribuido de manera significativa al proceso de desinflación, ya que las tasas de interés nominales y reales han reaccionado de manera expedita a las modificaciones del instrumento y a las desviaciones de la inflación esperada con respecto al objetivo.<sup>25</sup>

También se ha demostrado que la aplicación de un “corto” a través de sus efectos sobre las tasas de interés reales, redundaría en un menor crecimiento de la demanda agregada al estimular el ahorro y encarecer el crédito bancario y no bancario. Debido a la importancia

---

<sup>25</sup> Para una discusión de las ventajas del “corto” y del efecto de las tasas de interés sobre la demanda agregada véase “Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México”, documento elaborado para el seminario *Estabilización y Política Monetaria: La Experiencia Internacional*, organizado por el Banco de México en noviembre de 2000.

que ha adquirido este último en tiempos recientes, la influencia de las mayores tasas de interés sobre la demanda agregada ha operado en gran medida vía su efecto sobre el costo del crédito no bancario. En la medida en que continúe la expansión del crédito bancario, el impacto de tasas reales de interés más elevadas cobrará aún mayor relevancia en razón del aumento en el acervo total de crédito en la economía.

#### **IV.2.3. Análisis de las Presiones Inflacionarias y Política de Comunicación**

A través de una aplicación oportuna de las medidas discrecionales de política monetaria para alcanzar los objetivos de inflación, el Instituto Central influye en el proceso de formación de los precios y sobre las expectativas de inflación. Lo deseable es que la política monetaria se instrumente en forma preventiva, lo cual reduce sustancialmente los costos del proceso de abatimiento de la inflación. En consecuencia, el Banco de México debe vigilar constantemente todas las fuentes de presiones inflacionarias y actuar sin demora cuando el análisis indique su presencia. Mientras esta respuesta sea aplicada con la mayor oportunidad, más clara será la señal que emane del Banco Central y, por ende, más intensa será su influencia sobre los procesos de formación de expectativas y de precios.

Como apoyo para la conducción de la política monetaria, el Banco de México realiza un análisis continuo de la evolución de los precios y de las perspectivas inflacionarias. Este proceso se sintetiza y se hace público a través de los Informes sobre la Inflación que se publican con una periodicidad trimestral. En dichos Informes se estudia, en primer lugar, la evolución reciente de la inflación general y de varios subíndices de precios. También se examina el comportamiento de los principales determinantes de la inflación, entre los cuales destacan los siguientes:

- (a) el entorno externo y el tipo de cambio;
- (b) remuneraciones, salarios, empleo y costos unitarios de la mano de obra;
- (c) oferta y demanda agregadas;
- (d) precios administrados y concertados;
- (e) finanzas públicas;

- (f) fenómenos transitorios que afectan a la inflación; y
- (g) agregados monetarios y crediticios.

El proceso descrito permite obtener una explicación detallada del comportamiento pasado de la inflación y también hacer inferencias sobre la evolución futura de los precios.

En los mencionados informes trimestrales también se revisan las perspectivas relativas a cada uno de los principales determinantes de la inflación. Además, se incluye una extensa discusión sobre los riesgos que enfrenta la economía –y en particular las metas de la política monetaria– ante las contingencias inmediatas y sobre cuál sería la reacción de la autoridad de materializarse alguno de dichos riesgos.

Con base en todo lo anterior el Instituto Central utiliza los “cortos”, adoptando una política monetaria más restrictiva, cuando en el entorno macroeconómico se detectan presiones inflacionarias futuras incongruentes con el logro de los objetivos de inflación. Estas presiones suelen ser producto de las siguientes situaciones:

- (a) cuando las expectativas inflacionarias del público se desvían en forma considerable respecto del objetivo de inflación;
- (b) cuando la demanda agregada aumenta persistentemente a tasas superiores al crecimiento potencial de la producción;
- (c) cuando se presentan perturbaciones inflacionarias exógenas. En particular, la política monetaria procurará, en toda circunstancia, neutralizar los efectos secundarios de dichas perturbaciones sobre los precios y, en ocasiones, actuará de manera precautoria para contrarrestar parcialmente los efectos inflacionarios directos que originen los movimientos de los precios clave en la economía. El objetivo final de este enfoque es que los ajustes necesarios de los precios relativos afecten sólo moderadamente al INPC, elevando su nivel pero evitando el deterioro de las expectativas inflacionarias; y
- (d) cuando se necesita restaurar condiciones ordenadas en los mercados cambiario y de dinero.

A pesar de las salvedades expresadas en las secciones anteriores, el crecimiento de la base monetaria es una referencia general

de utilidad para el seguimiento de la política monetaria. Debido a esto, en el Apéndice de este documento se presenta la trayectoria pronosticada de la base monetaria diaria, estimada con información disponible a enero de 2001 y congruente con el objetivo de inflación para el año. En dicho apéndice también se proporcionan los supuestos utilizados para la elaboración de dicha estimación.

### **IV.3. Perspectivas para el año 2001 y Balance de Riesgos**

---

En el transcurso de las últimas semanas se ha materializado uno de los escenarios de riesgo sobre el que el Banco de México había advertido repetidamente en sus Informes sobre la Inflación publicados en el año 2000. En concreto, ha tenido lugar un cambio drástico en las perspectivas respecto a la evolución de las principales variables externas que influyen sobre el comportamiento de la economía mexicana. Específicamente:

- (a) los pronósticos de crecimiento de la economía de los Estados Unidos para 2001 se han revisado significativamente a la baja; y
- (b) el precio del petróleo, tanto en el mercado “spot” como en el de futuros, se ha reducido.

Estos dos fenómenos han estado asociados a información reciente que indica, de manera cada vez más contundente, que el ritmo de expansión de la economía de los Estados Unidos se ha debilitado considerablemente. Lo anterior ha llevado a una revisión importante del entorno externo esperado para 2001 en comparación con el panorama que se presentó en el Informe sobre la Inflación: Julio–Septiembre 2000. Como consecuencia de esta modificación de las perspectivas externas, también se han actualizado los pronósticos sobre la evolución de la economía nacional.

A continuación se presenta una descripción breve del entorno externo y de la evolución de las principales variables macroeconómicas de México anticipadas para 2001. Finalmente, se discuten los elementos de riesgo más importantes que se vislumbran en este escenario base.

### IV.3.1. Entorno Externo

Las expectativas de un grupo considerable de corredurías internacionales respecto a la expansión futura de la economía de Estados Unidos indican claramente que en los meses de diciembre y enero tuvo lugar una rápida e importante corrección (Cuadro 9).

Cuadro 9

#### Evolución de las Expectativas de Crecimiento Económico en los Estados Unidos para 2001

Por ciento

	2000				2001
	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
Credit Suisse	4.2	n.d.	n.d.	2.8	1.8
Deutsche Bank	4.0	3.9	3.9	2.7	1.8
Goldman Sachs	4.0	4.0	3.3	3.0	2.0
JP Morgan	3.8	3.7	3.1	3.0	1.8
Merrill Lynch	4.0	4.0	3.7	3.0	2.0
Morgan Stanley	3.6	3.7	3.0	2.5	1.1

La revisión aludida se ha dado en respuesta a la acumulación de información –la cual se presenta con detalle en la sección II.3.3– que muestra sin ambigüedad que ha tenido lugar una importante desaceleración económica en los Estados Unidos. Esta percepción quedó confirmada por la reducción de 50 puntos base en la tasa de Fondos Federales acordada de manera inesperada el 3 de enero de 2001 por la Reserva Federal. Debido a la importancia que la expansión de la economía de dicho país ha tenido con respecto al crecimiento de la economía mundial, el cambio de percepción referido ha dado lugar a que se revisen a la baja los pronósticos de crecimiento para los principales países (Cuadro 10).

Cuadro 10

#### Evolución de las Expectativas de Crecimiento Económico en 2001 para algunas Economías Seleccionadas

Por ciento

	2000				2001
	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
Canadá	3.9	3.9	3.6	3.4	2.7
Japón	1.7	1.8	1.7	1.7	1.3
Reino Unido	2.7	2.7	2.7	2.7	2.4
Unión Monetaria Europea	3.3	3.1	3.1	3.0	2.4

FUENTE: Global Data Watch, JP Morgan

A la vez, la desaceleración esperada para la economía mundial ha incidido sobre el comportamiento del precio del petróleo. En particular, el precio del petróleo WTI se redujo en 4.72 dólares por barril en su cotización promedio entre noviembre de 2000 (34.37 dólares por barril) y enero de 2001 (29.65 dólares por barril). Por su parte, las cotizaciones a futuro del precio del energético indican que el de la mezcla mexicana, probablemente descienda de 20.98 dólares por barril observado el 25 de enero a 20.61, 18.58, 17.26 y 16.31 dólares por barril en marzo, junio, septiembre y diciembre, respectivamente.<sup>26</sup>

En respuesta a los acontecimientos descritos, el Banco de México ha modificado los supuestos incorporados en sus pronósticos sobre la evolución del entorno externo. En particular cabe destacar los siguientes:

- (a) La tasa de crecimiento esperada para la economía de los Estados Unidos se revisó de 3.2 por ciento a un intervalo entre 1.8 y 2.4 por ciento. Ello, en congruencia con los pronósticos de la gran mayoría de las corredurías y del FMI. Asimismo, se anticipa que la debilidad de dicha economía se profundizará en el primer semestre pero en el segundo se espera una importante recuperación.
- (b) Con base en las cotizaciones a futuro del precio del petróleo WTI y considerando la diferencia que el precio de este crudo mantuvo con el de la mezcla mexicana en diciembre la estimación es que en 2001 el precio promedio de la mezcla mexicana se ubique en 18.52 dólares por barril. Adicionalmente, es importante destacar el incremento en la volatilidad del mercado petrolero en los últimos meses, lo cual mantiene latente el peligro de una reducción mayor en el precio de la mezcla mexicana.

Un factor que previsiblemente contribuirá a que el acomodo de la economía de México a la desaceleración económica de los Estados Unidos y a la caída del precio del petróleo sea ordenado, es el posible aumento de los flujos netos de capital privado hacia América Latina. Esto respondería a la perspectiva de que la desaceleración de los Estados

---

<sup>26</sup> Estimación que utiliza el diferencial promedio en diciembre entre el WTI y la mezcla mexicana (8.75 dólares por barril).

Unidos venga acompañada de una ligera corrección del déficit de la cuenta corriente de dicha economía, liberándose de esa manera recursos que quedarían disponibles para otras economías del mundo, y a un entorno de tasas de interés bajas. Un factor que podría impedir que estos recursos se dirigieran a América Latina es que la agudización de la aversión al riesgo que se ha presentado en los bonos de alto riesgo en los Estados Unidos se propagara a los bonos de los mercados emergentes. Sin embargo, debido a que la caída de la demanda de bonos de alto riesgo en los Estados Unidos ha estado asociada al sobreendeudamiento de las emisoras de esos títulos y al impacto que la desaceleración de dicha economía pudiera tener sobre la capacidad de pago de las aludidas empresas, la probabilidad de que este mercado contamine al mercado de bonos de las economías emergentes es tal vez reducida. Asimismo, para 2001 se pronostica un nivel de inversión extranjera directa en México similar al registrado el año anterior, con lo cual una parte importante de la cuenta corriente será financiada con recursos de largo plazo.

#### **IV.3.2. Evolución Prevista para las Principales Variables Macroeconómicas en 2001**

La evolución de la economía de México durante 2001 estará determinada principalmente por tres factores:

- (a) el impacto de la desaceleración económica en los Estados Unidos y de la caída del precio del petróleo sobre las cuentas externas del país;
- (b) el debilitamiento de la demanda interna; y
- (c) la disponibilidad y condiciones de acceso al financiamiento externo.

Sin duda, la reducción del crecimiento económico en los Estados Unidos tendrá un efecto desfavorable sobre el incremento de las exportaciones de México. Sin embargo, la magnitud del impacto es muy difícil de calcular debido a que la intensa integración comercial entre los dos países es un fenómeno reciente, que coincide con la expansión más larga en la historia económica de los Estados Unidos. Por ello, para hacer esta inferencia no se cuenta como referencia con un episodio de desaceleración económica en los Estados Unidos en el cual el grado de integración haya sido similar al actual. Las exportaciones de México también se verán afectadas por la disminución del precio del petróleo.

Obviamente, la reducción de la tasa de incremento de las exportaciones durante 2001 afectará el crecimiento de la economía mexicana y, probablemente, éste será menor que el de 4.5 por ciento anunciado originalmente. Ello, en razón de que el pronóstico se realizó bajo el supuesto de que la economía de los Estados Unidos crecería a una tasa anual de entre 3 y 3.2 por ciento. El efecto de la reducción de la tasa de expansión de las exportaciones sobre el crecimiento económico se verá amortiguado por la consecuente desaceleración de las importaciones, inducida por la contracción de la demanda de insumos importados. Así, como resultado del cambio de las perspectivas con respecto al entorno internacional, los analistas del sector privado han ajustado a la baja su pronóstico para el crecimiento económico de México en 2001.

Cuadro 11

**Crecimiento Real Esperado de la Economía de México en 2001**

Por ciento

	2000				2001
	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero
Credit Suisse	4.6	4.6	4.6	4.2	3.2
Deutsche Bank	4.9	4.9	4.9	4.3	3.7
Goldman Sachs	4.8	4.8	4.5	4.0	3.6
JP Morgan	4.0	4.1	3.8	3.8	3.2
Morgan Stanley	4.5	4.2	4.2	4.2	3.3
Banamex	5.3	5.3	5.1	4.9	4.1
BBVA-Bancomer	5.0	5.0	4.6	4.0	4.0
Santander	n.d.	n.d.	4.7	4.7	3.9

FUENTE: Diversos reportes de las instituciones financieras.

El escenario base del Banco de México para 2001 también supone una importante desaceleración del ritmo de crecimiento de la demanda interna. En particular, del consumo privado y público y de la inversión privada. Ello, en respuesta a las elevadas tasas de interés reales que se prevén, al ajuste fiscal y a la desaceleración de la actividad económica y del crecimiento del empleo.

Con respecto al ajuste fiscal en 2001, cabe señalar que si bien la reducción aprobada en el déficit público, a 0.65 por ciento del PIB, es indudablemente un paso en la dirección correcta, las finanzas públicas aún presentan fragilidades de consideración. En particular resulta preocupante el incremento del gasto público programable de 3.5 por ciento en términos reales, ya que éste se aplica sobre el elevado nivel de gasto incurrido en 2000. A este respecto, resulta alentador que el

Gobierno Federal haya expresado su voluntad de realizar un esfuerzo adicional de control y racionalización de sus erogaciones con el fin de alcanzar en 2001 un déficit de 0.5 por ciento del producto. Es recomendable que la prudencia fiscal se extienda también a aquellas operaciones fuera del presupuesto, por ejemplo los PIDIREGAS y la intermediación financiera de la banca de desarrollo, que en el futuro pueden dar lugar a presiones adicionales sobre las finanzas públicas.

Como ya lo indica la información disponible sobre la producción industrial y las ventas, la desaceleración del producto durante el cuarto trimestre de 2000 ha sido más rápida que la de la demanda agregada. Por ello, se espera que en 2001, y sobre todo en el primer semestre, se amplíe el déficit de la cuenta corriente.

En el escenario base se considera que la ampliación esperada del déficit de la cuenta corriente no enfrentará dificultades de financiamiento y que no se deteriorará de manera significativa la solidez de las fuentes de financiamiento. Lo anterior, como ya se comentó, debido a que la oferta de recursos que estará disponible para las economías emergentes probablemente será ligeramente mayor. Ello, en función de una demanda más débil proveniente de los Estados Unidos y de las menores tasas de interés que prevalecerán en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, a causa de una disponibilidad de divisas más limitada proveniente de las exportaciones nacionales, no puede descartarse que durante el año se presenten episodios de volatilidad en el mercado cambiario. Para que estas presiones, de ocurrir, se manifiesten en movimientos ordenados del tipo de cambio, y para inducir la corrección que se requiere en el crecimiento de la demanda agregada, es imprescindible que las tasas de interés reales se mantengan elevadas. Como se ha comentado en varias ocasiones, el complemento ideal de la restricción monetaria es una mayor disciplina fiscal. La aplicación coordinada de ambas políticas conducirá a la moderación del crecimiento de la demanda agregada y, posiblemente, a una reducción de las necesidades de financiamiento del exterior. De esta manera, se limitaría el impacto sobre la inflación, que pudieran infligir los factores externos aludidos.

Las presiones cambiarias susceptibles de asomar en el escenario descrito podrían dificultar el descenso de la inflación. Ello, en razón de la influencia que tiene el tipo de cambio en la formación de las expectativas respecto al incremento futuro de los precios. En este escenario, los retos que enfrentaría la política monetaria serían el de

permitir el ajuste del tipo de cambio nominal que el mercado requiera para alcanzar un nuevo nivel de equilibrio del tipo de cambio real congruente con un entorno externo menos favorable y el de evitar que esta corrección generase revisiones al alza de las expectativas de inflación, de los incrementos salariales y de la inflación de los bienes no comerciables. Para lograr esta finalidad, sería necesario que, de presentarse, el ajuste cambiario se llevara a cabo de manera ordenada. Ello necesita del mantenimiento de una postura restrictiva de la política monetaria. Asimismo, la autoridad monetaria vigilará la evolución de las expectativas de inflación, de los precios de los bienes no comerciables y de las negociaciones salariales contractuales. En su caso, reaccionará ante cualquier indicio de contaminación.

Las acciones correspondientes de la política monetaria no estarían dirigidas a la defensa de un nivel específico del tipo de cambio. Una de las principales ventajas de un régimen de flotación cambiaria es que proporciona la flexibilidad necesaria para que el tipo de cambio real se desplace hacia un nuevo nivel de equilibrio cuando los participantes del mercado perciben que es precisa una modificación en respuesta a perturbaciones externas o internas. Sin embargo, la revisión de las expectativas de inflación que pudiera suscitarse a partir de un ajuste cambiario, podría elevar el costo en términos de inflación de alcanzar un nuevo equilibrio del tipo de cambio real. En tal situación, las acciones del Banco de México se enfocarían a lograr el acomodo necesario del tipo de cambio real al menor costo posible en términos de inflación. Al respecto, cabe notar que a medida que los agentes económicos han venido adquiriendo una mayor comprensión del funcionamiento del régimen de flotación, la intensidad y la velocidad con que los movimientos cambiarios se transmiten a los precios internos parecen haberse debilitado.

En el escenario base para el año 2001, también se han incorporado factores internos que podrían complicar el descenso de la inflación. Destacan los siguientes:

- (a) expectativas de inflación superiores a la meta;
- (b) revisiones salariales contractuales incongruentes con la meta de inflación y con las ganancias previsibles de la productividad; y
- (c) elevado crecimiento del gasto privado.

Estos tres factores podrían presionar a los precios de los bienes no comerciables y posiblemente generar una ampliación del déficit de la cuenta corriente. De suceder, esto último podría inducir una corrección del tipo de cambio y afectar la evolución de los precios de los bienes comerciables. Por estos motivos resulta indispensable que la política monetaria mantenga una postura restrictiva que permita restablecer lo antes posible la congruencia de las expectativas de inflación incorporadas en las revisiones salariales con la meta de inflación. Además, dicha postura de política monetaria también inducirá una moderación de la expansión de la demanda interna. Todo ello, con el propósito de lograr un ajuste ordenado de la economía que permita reducir la inflación en diciembre de 2001 a un nivel que no exceda de 6.5 por ciento.

El marco macroeconómico delineado sugiere que 2001 será un año en el cual el descenso de la inflación enfrentará mayores obstáculos que en el pasado reciente. En respuesta a este cambio de escenario, el 14 de enero la Junta de Gobierno del Banco de México decidió aumentar el “corto” de 350 a 400 millones de pesos. Además, es evidente que para alcanzar los objetivos propuestos será necesario mantener y, posiblemente, intensificar la restricción monetaria.

### **IV.3.3. Balance de Riesgos**

El escenario base presentando se encuentra sujeto a un alto grado de incertidumbre. Esto se debe principalmente a que si bien la información disponible apunta hacia una franca desaceleración de la economía de los Estados Unidos, su magnitud es aún difícil de estimar. La rapidez con la que los analistas han actualizado sus previsiones en los últimos dos meses, ilustra la sensibilidad de los mercados ante la aparición de nueva información. Hoy en día, esta cuestión constituye una fuente importante de incertidumbre adicional. Por tanto, a continuación se enuncian los riesgos, tanto externos como internos, que podría enfrentar la economía nacional en los próximos 12 meses. Como complemento de todo ello, también se describen las acciones de política económica que preventivamente se juzgan adecuadas para responder a dichas perturbaciones en caso de que llegaran a materializarse.

Respecto al entorno externo, los principales elementos que podrían afectar la evolución de la economía nacional y el descenso de la inflación son los siguientes:

- (a) que el crecimiento de la economía de los Estados Unidos resulte aún menor que el anticipado, lo cual implicaría que dicho país experimente una recesión –de acuerdo con la definición oficial de dos trimestres consecutivos con crecimiento negativo– y que la robusta recuperación que actualmente se pronostica para el tercero y cuarto trimestres no se materializara;
- (b) que el precio del petróleo se ubique por debajo de lo indicado por las cotizaciones a futuro actualmente vigentes; y
- (c) que los flujos de capital hacia los mercados emergentes se vean afectados por un incremento de la aversión al riesgo.

Debido a que la desaceleración de la economía de los Estados Unidos se ha intensificado y a ciertos desequilibrios presentes en dicha economía, la probabilidad de que ésta experimente una recesión en 2001 ha aumentado en los últimos meses, aunque todavía se mantiene en niveles reducidos. En particular, no es fácil pronosticar la sensibilidad del consumo privado a la desaceleración económica y a la corrección en la valuación de los activos las cuales podrían resultar más agudas que las esperadas en la actualidad.

Asimismo, podría presentarse el caso de que la desaceleración económica en los Estados Unidos afectara la salud de su sistema financiero, lo cual repercutiría negativamente sobre los flujos de capital hacia América Latina.

Finalmente, la profundización de la desaceleración de la economía de los Estados Unidos, podría venir acompañada de una caída adicional del precio del petróleo. Ello, debido al impacto de dicha desaceleración sobre el crecimiento económico mundial. Asimismo, una demanda más débil por el energético consecuencia de una expansión mas lenta de la economía mundial, podría coincidir con incrementos en la producción de crudo que se derivarían de la capacidad adicional que estará disponible en la segunda mitad de 2001.

De concretarse alguna de las primeras dos posibilidades expuestas, sería probable que se generase un ajuste del tipo de cambio real del peso como respuesta a una mayor escasez de divisas.

En el caso de la tercera contingencia, debido a que los excedentes de divisas de PEMEX son vendidos al Banco de México, los

cambios en esta variable no afectarían directamente la oferta de divisas en el mercado cambiario. Sin embargo, una caída mayor que la anticipada en el precio del petróleo podría inducir un movimiento en el tipo de cambio si se afectaran las expectativas respecto de la viabilidad de alcanzar las metas fiscales o si ocurriera una ampliación del déficit de la cuenta corriente.

En cualquiera de estas situaciones, la modificación del tipo de cambio nominal sería el mecanismo de ajuste idóneo para moverse hacia un nuevo equilibrio del tipo de cambio real. Como se comentó, en una circunstancia semejante la autoridad monetaria reaccionaría con prontitud ante indicios de que los acomodos del tipo de cambio estuvieran causando una revisión al alza de las expectativas de inflación de mediano plazo e incidiendo sobre el comportamiento de los precios de los bienes no comerciables.

De materializarse alguna de estas tres posibilidades desfavorables también resultaría indispensable un mayor ajuste fiscal. La finalidad de dicha medida sería que el sector público contribuyera a generar un incremento del ahorro interno. Este incremento se convertiría en uno de los fundamentos para que la economía nacional hiciera frente a un menor ingreso de divisas por exportaciones –petroleras y no petroleras– y a una reducción del financiamiento externo. De esta manera se limitaría el impacto de esas perturbaciones externas sobre las tasas de interés reales y sobre la inversión del sector privado. Al respecto, el decreto aprobatorio del Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación para el año 2001, ya incorpora en su artículo 32 la obligación de recortar el gasto para compensar pérdidas de ingresos públicos asociadas a cualquiera de los eventos desfavorables descritos. Las autoridades hacendarias han reiterado en diversos foros que buscarán alcanzar un déficit fiscal menor que el aprobado por el H. Congreso de la Unión para este año.

El escenario base supone que en los próximos meses la tasa de crecimiento de la demanda interna disminuirá significativamente. Lo anterior debe limitar la ampliación del déficit de la cuenta corriente, a fin de preservarlo en un nivel congruente con la oferta previsible de capitales de largo plazo.

Al momento de publicar este documento los principales factores internos de riesgo para el escenario base son los siguientes:

- (a) que el crecimiento de la demanda interna proveniente del sector privado supere por un amplio margen al de la producción interna. En esa circunstancia, se profundizaría la dependencia de la economía con respecto al financiamiento externo de corto plazo, aumentándose la vulnerabilidad del proceso desinflacionario frente a la volatilidad de los mercados internacionales de capital;
- (b) que las expectativas de inflación continúen mostrando la rigidez exhibida hasta ahora por un periodo más prolongado; y
- (c) que las negociaciones salariales contractuales no se concluyan en niveles congruentes con el objetivo de inflación y con el crecimiento previsible de la productividad de la mano de obra.

Es probable que de materializarse los elementos internos de riesgo, lo hagan de manera simultánea. Ello, dado el hecho de que un crecimiento excesivo de la demanda interna sería la causa fundamental de la rigidez de las expectativas de inflación. En este contexto, las políticas macroeconómicas deberían restringirse aún más para corregir el crecimiento de la demanda y la desviación de las expectativas inflacionarias.

## V. Consideraciones Finales

---

La evolución de las principales variables macroeconómicas en 2000 resultó mejor que la esperada al inicio del año, tanto por analistas del sector privado como del sector público.

La expansión económica que comenzó en 1996 continuó en 2000, y la estimación al momento de publicar este Informe es que en el año pasado, el PIB real haya registrado un incremento superior a 7 por ciento, es decir, el más elevado conseguido en los últimos 19 años. Por su parte, del cierre de 1999 al de 2000 la tasa anual de inflación disminuyó de 12.32 a 8.96 por ciento, alcanzándose de esta manera, por segundo año consecutivo, y con holgura, la meta propuesta. El esfuerzo estabilizador se reflejó más notoriamente en la reducción de 6.72 puntos porcentuales que exhibió la inflación subyacente durante el año pasado. Dicha medición, que captura la tendencia de mediano plazo de la inflación, mostró un ritmo de descenso más lento hacia finales del año pasado, pero mantiene una clara trayectoria decreciente. Asimismo, en 2000 la economía mexicana logró crear más de 529 mil empleos formales y los salarios reales tuvieron un incremento mayor que 6 por ciento. El comportamiento de estas variables confirma que el abatimiento de la inflación contribuye al crecimiento económico, a la creación de empleos, a la recuperación del salario real y a la reducción de la desigualdad.

En 2001 la economía de México tendrá que hacer frente al menos a dos perturbaciones negativas provenientes del exterior: la reducción de los precios del petróleo y la desaceleración de la economía de los Estados Unidos. Estos fenómenos, a través de su impacto sobre las cuentas externas y fiscales del país, incidirán de manera importante sobre la evolución de la economía en el año que se inicia.

Ante un entorno internacional complicado en 2001, la economía nacional cuenta con varios elementos de fortaleza que le permitirán conseguir un ajuste ordenado a las circunstancias actuales y recuperar, lo antes posible, el vigor que la ha caracterizado en los últimos cinco años. Entre los principales elementos que están contribuyendo a disminuir la vulnerabilidad de la economía se cuentan los siguientes:

- (a) El régimen cambiario de flotación y la libre determinación de las tasas de interés inhiben los flujos de capital especulativo, limitan la acumulación de desequilibrios en la balanza de pagos y permiten un rápido ajuste de las principales variables financieras ante perturbaciones, tanto de origen interno como externo.
- (b) El sistema financiero ha avanzado considerablemente en su proceso de consolidación y capitalización por lo que, hoy en día, ya no representa una fuente importante de vulnerabilidad económica. Además, los avances en los ámbitos regulatorio y legislativo, han sentado las bases para una pronta y necesaria reactivación del crédito bancario.
- (c) La holgada estructura de las amortizaciones de la deuda externa pública en 2001, las cuales han sido cubiertas casi en su totalidad, y el elevado nivel de reservas internacionales, mitigan considerablemente el impacto de posibles alteraciones en los mercados internacionales de capital sobre los mercados financieros internos.
- (d) El sector privado también presenta un bajo grado de exposición a modificaciones súbitas de las condiciones de crédito en los mercados financieros internacionales.
- (e) Un déficit de la cuenta corriente moderado, el cual será financiado en gran parte por flujos de capital de largo plazo.

No obstante lo anterior, con el fin de lograr en el futuro tasas de crecimiento económico elevadas y sostenibles, resulta imprescindible avanzar en la reforma estructural, en particular la de los sectores de energía y de comunicaciones.

La perseverancia en la disciplina monetaria y fiscal resultará crucial para consolidar y fortalecer la estabilidad alcanzada en el pasado reciente. Si bien los logros obtenidos en los últimos dos años se sustentaron en el cumplimiento de las metas fiscales y en la aplicación prudente de la política monetaria, también estuvieron influidos por un entorno internacional benigno. Por ello, para preservar la credibilidad, respecto de la aplicación de la política macroeconómica, es necesario propiciar decididamente que las metas propuestas para 2001 se cumplan, aun en medio de un entorno externo adverso.

El esfuerzo fiscal requerido para alcanzar el déficit de 0.65 por ciento del PIB plasmado en el Presupuesto de Egresos de la Federación y en la Ley de Ingresos para 2001, constituye un paso importante en esa dirección. Sin embargo, como lo ha señalado reiteradamente el Gobierno Federal, la actual estructura fiscal aún presenta debilidades considerables, entre las que destaca la excesiva dependencia de los ingresos petroleros. Por ello, en el contexto actual, resulta impostergable fortalecer los ingresos públicos mediante una reforma fiscal integral.

Por su parte, la Junta de Gobierno del Banco de México, reitera su compromiso de continuar utilizando de manera firme y oportuna los instrumentos de que dispone a fin de alcanzar los dos objetivos siguientes, que en realidad son secuencia del actual esfuerzo estabilizador: que al cierre de 2001 la inflación no exceda de 6.5 por ciento y lograr la convergencia a una inflación de 3 por ciento en el año 2003.

## VI. Apéndice: Pronóstico de la Demanda de Base Monetaria en 2001

---

Como se señaló en el Programa Monetario para 2001, la utilidad de los agregados monetarios para la conducción de la política monetaria ha disminuido significativamente en los últimos años. Ello, en razón de que la relación entre los precios y dichos agregados se ha vuelto más incierta en la medida en que la inflación ha descendido. No obstante lo anterior, como se ha hecho a partir de 1997, y a fin de proporcionar información que pudiera ser pertinente para la evaluación de la política monetaria, a continuación se presenta la trayectoria diaria del saldo de la base monetaria anticipada para 2001 (Cuadro 1). Dicho pronóstico es congruente con los siguientes supuestos: un crecimiento del PIB de 4 por ciento en términos reales<sup>27</sup>; una inflación no mayor que 6.5 por ciento y una remonetización de 2.6 por ciento. Cabe mencionar que la remonetización anterior es sensiblemente menor que la observada al cierre de 2000 (4.9 por ciento). Los supuestos anteriores dan por resultado un pronóstico para el saldo de la base monetaria al 31 de diciembre de este año de 237.4 miles de millones de pesos, 13.6 por ciento superior al observado en igual fecha de 2000. Los límites del intervalo de confianza, tomando una desviación estándar de los residuales que el modelo estima, corresponden a saldos de 244.5 y 230.3 miles de millones de pesos<sup>28</sup>.

El modelo utilizado para la estimación incluye como variables explicativas de la demanda de base monetaria: la actividad económica, las tasas de interés, los rezagos de la variable dependiente y un conjunto de variables binarias que buscan capturar los distintos efectos estacionales. Al respecto, es importante destacar que la trayectoria de la base monetaria es muy difícil de precisar *a priori* por las siguientes razones: a) la relación entre la inflación y la base no ha sido estable y puede modificarse a lo largo del tiempo; b) los supuestos básicos para realizar el pronóstico de la base monetaria (referentes al crecimiento del producto o a las tasas de interés) pueden no materializarse; c) la relación

<sup>27</sup> En los últimos meses las perspectivas sobre el crecimiento de la economía mexicana se han vuelto más inciertas. Por ello, en la estimación de la demanda de base monetaria se decidió utilizar un supuesto conservador para el incremento del producto en 2001.

<sup>28</sup> Esto corresponde a +/- 3 por ciento del saldo pronosticado para fin de año.

entre la demanda de base monetaria y las variables que explican su evolución también puede modificarse con el tiempo; d) innovaciones tecnológicas o cambios en las prácticas de pago modifican la demanda de base; y e) la ocurrencia de eventos extraordinarios puede propiciar una alteración transitoria en la demanda de base monetaria<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> Por ejemplo, la incertidumbre relacionada a los problemas computacionales del año 2000 generaron un incremento temporal de la demanda de billetes y monedas (Programa Monetario 2000, Banco de México).

Cuadro 12

## Pronóstico de los Saldos Diarios de la Base Monetaria para 2001\*

Miles de millones de pesos

Día	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun
1	208.9	188.3	182.7	181.3	183.8	188.4
2	202.8	192.4	184.6	179.2	182.2	188.4
3	196.7	192.4	184.6	176.5	183.5	188.4
4	196.1	192.4	184.6	176.5	184.5	186.0
5	196.4	192.4	181.7	178.9	184.5	182.9
6	196.4	187.7	177.9	183.4	184.5	180.9
7	196.4	183.4	175.7	183.4	180.9	181.9
8	192.8	183.9	177.0	183.4	177.6	183.3
9	189.4	184.9	178.5	185.5	177.3	183.3
10	188.1	184.9	178.5	189.9	180.5	183.3
11	191.0	184.9	178.5	194.3	183.9	180.7
12	194.3	182.9	176.1	194.3	183.9	178.6
13	194.3	182.0	174.6	194.3	183.9	179.4
14	194.3	183.5	176.2	194.3	184.1	184.1
15	192.8	186.8	179.6	194.3	183.2	187.5
16	189.6	188.9	181.8	190.5	182.6	187.5
17	187.7	188.9	181.8	185.6	184.5	187.5
18	188.4	188.9	181.8	182.5	186.2	185.0
19	188.9	185.1	179.5	182.7	186.2	181.3
20	188.9	181.0	177.3	183.0	186.2	179.3
21	188.9	178.3	177.3	183.0	182.8	180.2
22	185.7	179.4	178.1	183.0	179.1	181.1
23	180.7	181.5	178.9	179.3	177.6	181.1
24	178.7	181.5	178.9	175.3	179.7	181.1
25	180.1	181.5	178.9	174.8	182.0	178.5
26	183.3	180.3	175.3	178.8	182.0	176.3
27	183.3	179.9	172.6	183.6	182.0	177.5
28	183.3	180.4	173.2	183.6	181.2	182.1
29	182.9		177.4	183.6	180.7	186.0
30	183.2		181.3	183.8	182.6	186.0
31	184.4		181.3		186.1	

\*Información observada al 25 de enero de 2001.

**Pronóstico de los Saldos Diarios de la Base Monetaria para 2001**

Miles de millones de pesos

Día	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1	186.0	184.9	183.5	183.6	189.9	200.1
2	184.7	186.7	183.5	181.2	192.3	200.1
3	183.3	188.3	181.7	180.1	192.3	198.9
4	183.1	188.3	178.7	181.5	192.3	198.4
5	184.7	188.3	177.2	183.3	189.4	199.8
6	186.4	185.3	178.1	183.3	185.6	205.1
7	186.4	181.6	179.8	183.3	183.9	210.2
8	186.4	180.2	179.8	180.7	185.2	210.2
9	183.3	181.7	179.8	177.4	187.5	210.2
10	180.8	184.0	177.7	177.0	187.5	213.1
11	181.0	184.0	176.3	181.0	187.5	217.1
12	185.1	184.0	176.9	185.8	185.8	217.1
13	189.0	183.3	181.6	185.8	186.3	225.0
14	189.0	183.1	185.5	185.8	189.3	232.1
15	189.0	183.3	185.5	185.2	193.5	232.1
16	187.4	185.4	185.5	182.8	197.1	232.1
17	184.6	187.1	183.4	181.6	197.1	231.8
18	183.1	187.1	180.2	183.7	197.1	231.4
19	184.1	187.1	178.2	185.3	195.9	232.1
20	185.7	184.0	179.1	185.3	195.9	237.5
21	185.7	180.1	180.6	185.3	192.2	243.5
22	185.7	177.7	180.6	181.9	191.5	243.5
23	182.7	179.1	180.6	178.6	192.2	243.5
24	179.3	180.5	178.0	177.2	192.2	243.4
25	178.1	180.5	176.0	180.3	192.2	243.4
26	181.2	180.5	176.7	183.7	189.6	239.0
27	185.3	177.6	181.3	183.7	188.4	236.9
28	185.3	175.2	185.3	183.7	190.3	239.5
29	185.3	175.6	185.3	183.3	195.7	239.5
30	185.8	179.9	185.3	184.8	200.1	239.5
31	185.3	183.5		187.1		237.4