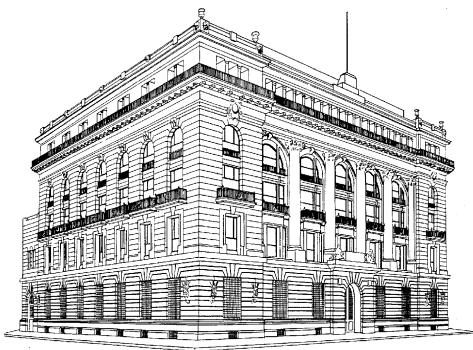


# Política Monetaria

---

Programa para 2000



BANCO DE MEXICO

ENERO, 2000



BANCO DE MÉXICO

JUNTA DE GOBIERNO

GOBERNADOR

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

SUBGOBERNADORES

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜEMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSE JULIÁN SIDAOUI DIB



En cumplimiento con lo dispuesto en el Artículo 51, fracción I, de la Ley del Banco de México, la Junta de Gobierno de esta institución envía al Ejecutivo Federal y a la Comisión Permanente del Congreso de la Unión, la presente exposición sobre la política monetaria correspondiente al ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 2000.



<b>I. Introducción.</b>	1
<b>II. Evolución de la Economía: Panorama General</b>	3
II.1. Entorno Internacional	3
II.2. Actividad Económica	8
II.3. Inflación	13
II.3.1. Evolución de los Precios al Consumidor en 1999	13
II.3.2. Comportamiento de los Principales Determinantes de la Inflación	16
<b>III. La Política Monetaria en 1999.</b>	22
III.1. Acciones de Política Monetaria	23
III.2. Evolución de la Base Monetaria	27
III.3. Evolución de los Activos Internacionales Netos y del Crédito Interno Neto	37
<b>IV. Programa Monetario para el Año 2000.</b>	39
IV.1. Perspectivas para el Año 2000	39
IV.1.1. Entorno Externo	39
IV.1.2. Principales Factores de Incertidumbre	42
IV.1.3. Elementos de Fortaleza de la Economía Nacional	44
IV.2. Objetivo del Programa	45

IV.3. Consideraciones sobre la Conducción de la Política Monetaria	48
IV.4. Elementos del Programa Monetario	52
<b>V. Consideraciones Finales.</b>	<b>57</b>
<b>Apéndice: Trayectoria Anticipada de la Base Monetaria para el Año 2000</b>	<b>61</b>
Antecedentes	61
Metodología para la Estimación del Saldo Ajustado de la Base Monetaria al Cierre de 1999	61
Estimación de la Trayectoria de Base Monetaria	64
Consideraciones sobre el Coeficiente de Remonetización	66



## I. Introducción.

---

Según el mandato constitucional del Banco de México, el objetivo prioritario de la política monetaria es la procuración de la estabilidad del nivel general de precios. Este imperativo encuentra sustento en la contundente evidencia empírica, tanto nacional como internacional, que apunta que las altas tasas de inflación han deteriorado el crecimiento económico, la distribución del ingreso y los salarios reales en los países que la han padecido. Es por estos motivos que la gran mayoría de los bancos centrales del mundo tiene como objetivo primordial de su política monetaria el abatimiento de la inflación.

La experiencia de aquellas economías que han logrado el abatimiento permanente de la inflación, bajo un régimen de flotación cambiaria, demuestra que los costos de este proceso se reducen si se lleva a cabo de manera gradual. Debido a que la tasa de crecimiento de los precios en México es aún elevada, la Junta de Gobierno del Banco de México ha propuesto una estrategia de abatimiento de la misma escalonada y sostenible, que tiene como objetivo la convergencia de la inflación con la de los principales socios comerciales del país para finales del año 2003. Con el propósito de establecer una meta de corto plazo en la trayectoria hacia la estabilidad de precios, el Banco de México y el Gobierno Federal acordaron como objetivo de la política monetaria para el año 2000, una tasa de inflación que no exceda de 10 por ciento anual.

El presente documento cumple con el precepto que obliga al Banco Central a informar a los Poderes Legislativo y Ejecutivo sobre su actuación y sus planes. Por tanto, el texto contiene en primer lugar un breve recuento de la evolución de la tasa de inflación durante 1999 y de las acciones de política monetaria aplicadas a lo largo de ese año. También se presenta un análisis conciso sobre la evolución de la economía nacional durante el período referido, se examinan las perspectivas del entorno internacional para el año 2000 y se ponen a consideración del público algunos pronósticos sobre las principales variables de la economía de México. Estos elementos conforman el marco de referencia en el cual tendrá que operar la política monetaria, por lo que a continuación se discute en detalle el programa monetario para el año 2000. Por último, en las consideraciones finales se destaca la importancia de perseverar en la

lucha contra la inflación y se señala cuál debe ser la postura adecuada de la política monetaria para poder lograr los objetivos propuestos.

## II. Evolución de la Economía: Panorama General

---

### II.1. Entorno Internacional

---

A principios de 1999 se vislumbraba que el entorno internacional que enfrentarían los mercados emergentes seguiría siendo adverso. Ello se pensaba en razón de las secuelas de la turbulencia financiera de 1998 y de la entonces inminente crisis en Brasil. Hoy en día dichas expectativas contrastan con la mejoría que experimentaron durante 1999 las condiciones económicas y financieras globales. Esta modificación en el panorama económico mundial se explica por la concurrencia de los siguientes factores: el dinamismo de la economía de los Estados Unidos, el restablecimiento del orden en los mercados financieros internacionales, el resurgimiento de las economías de Asia víctimas de la crisis de 1997, la recuperación del crecimiento en Japón y la mejoría en las condiciones económicas de Europa.

El efecto neto que el entorno internacional ejerció sobre la economía mexicana durante 1999 fue positivo. Entre los factores que influyeron de manera favorable sobre el desempeño de la economía nacional en ese año merecen destacarse los siguientes:

- (a) un crecimiento de la economía de los Estados Unidos sensiblemente mayor que el esperado;
- (b) un incremento significativo de los precios internacionales del petróleo;
- (c) una expansión más acelerada de algunas de las economías emergentes; y
- (d) condiciones más propicias de acceso a los mercados internacionales de capital que en el segundo semestre de 1998.

No obstante lo anterior, en 1999 también se presentaron influencias del exterior que incidieron desfavorablemente sobre la economía de México. Cabe mencionar las siguientes:

- (a) el temor a un resurgimiento de la inflación en los Estados Unidos afectó las condiciones financieras globales;
- (b) durante la mayor parte del año la liquidez en los mercados internacionales de capital no se restableció a los niveles observados antes de la crisis rusa, lo cual propició condiciones crediticias restrictivas para las economías menos desarrolladas; y
- (c) la incertidumbre acerca de la preparación de las economías emergentes para hacer frente al “Problema Informático del Año 2000”, limitó para éstas la disponibilidad de recursos en los mercados internacionales de capital.

A continuación se presenta un análisis de la evolución de los elementos externos que incidieron de manera más significativa sobre el desarrollo de la economía mexicana durante 1999.

La expansión económica en los Estados Unidos continuó durante 1999 y se espera que esta economía crezca por tercer año consecutivo a un ritmo cercano a 4 por ciento. Aunque la tasa de desempleo en los Estados Unidos ha caído a un nivel de 4.1 por ciento, no existen evidencias concluyentes de que en dicho país esté teniendo lugar un aumento sostenido de los costos salariales. Por otro lado, de 1998 a 1999 el incremento del precio del petróleo, entre otros factores, propició un ligero repunte de la inflación al consumidor, de un punto porcentual.

La combinación de un crecimiento elevado, un bajo desempleo y el aumento del precio del petróleo, dio lugar a que la Junta de la Reserva Federal restringiera de manera preventiva su postura de política monetaria. Así, a lo largo del año la Reserva aumentó en 0.75 puntos porcentuales su objetivo para la tasa de fondos federales, revirtiendo de esta manera las reducciones del año anterior. La modificación descrita de la política monetaria se reflejó en un incremento de la tasa del bono del Tesoro a 30 años de 1.389 puntos porcentuales durante el año y condicionó el ambiente financiero internacional, incidiendo en un aumento de la volatilidad de los mercados de capital durante el segundo semestre del año.

A medida que transcurrió el año los pronósticos de crecimiento económico global se modificaron hacia arriba. El Cuadro 1 presenta las estimaciones de crecimiento para 1999 del FMI para las distintas regiones del mundo, tanto en diciembre de 1998 como en octubre de 1999.

## Cuadro 1

## Pronósticos para 1999

## Economía Mundial: Indicadores Seleccionados

	Fecha del Pronóstico		Dif.
	Dic. 1998	Oct. 1999	
<b>Crecimiento económico</b>			
<b>mundial (%)</b>	<b>2.2</b>	<b>3.0</b>	<b>0.8</b>
<b>Principales países industrializados</b>	<b>1.5</b>	<b>2.6</b>	<b>1.1</b>
Estados Unidos	1.8	3.7	1.9
Japón	-0.5	1.0	1.5
Alemania	2.0	1.4	-0.6
Francia	2.6	2.5	-0.1
Reino Unido	0.9	1.1	0.2
<b>Países en desarrollo</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>0.0</b>
Asia	4.3	5.3	1.0
Medio Oriente y Europa	2.9	1.8	-1.1
América Latina y Caribe	1.5	0.1	-1.4
<b>Crecimiento del comercio</b>			
<b>mundial (%)</b>	<b>4.3</b>	<b>3.7</b>	<b>-0.6</b>
<b>Importaciones de países industrializados</b>	<b>4.8</b>	<b>5.9</b>	<b>1.1</b>

Fuente: "World Economic Outlook", FMI, diciembre de 1998 y octubre de 1999.

El aspecto más destacable del cuadro anterior es la revisión al alza de las proyecciones de crecimiento para la economía de los Estados Unidos. El pronóstico correspondiente para los países asiáticos también se elevó, tanto por el buen manejo macroeconómico que han mostrado como por la restauración parcial de los flujos de capital del exterior hacia esa zona. En cuanto a Japón, los estímulos fiscales y monetarios que se han aplicado en ese país contribuyeron al moderado repunte de su economía. Por su parte, después de la desaceleración experimentada por Europa, durante los últimos meses de 1999 las principales economías de esa región registraron una recuperación sensible. A lo anterior contribuyó el efecto expansivo de la depreciación del euro sobre las exportaciones, a partir de su introducción al inicio de 1999, y la reducción por parte del Banco Central Europeo de la tasa de interés oficial, en un contexto de estabilidad de precios. Sin embargo, esta última influencia se revirtió parcialmente hacia finales del año, vía un aumento de dicha tasa de 0.50 puntos porcentuales.

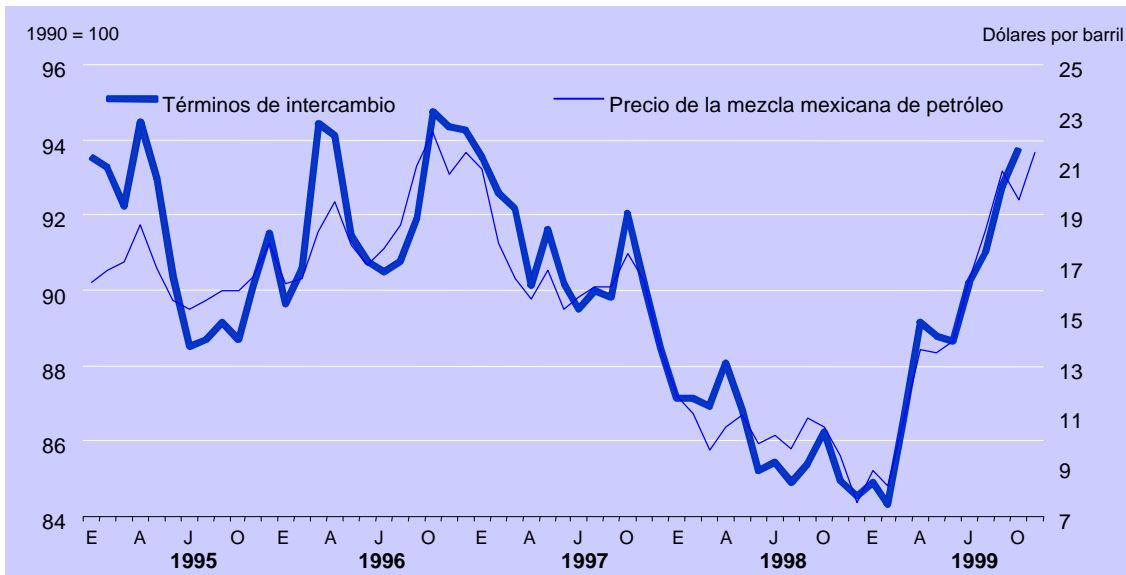
El balance económico para América Latina en 1999 resultó negativo, con tan sólo dos países compensando el mal desempeño de los demás. La favorable evolución de Perú y México contrarrestó la recesión que sufrieron Argentina, Chile, Colombia, Ecuador y Venezuela. La actividad económica tanto en Brasil como en México sorprendió al obtener sus economías resultados más halagüeños que los previstos. Mientras que a principios del año se esperaba para Brasil una contracción anual del PIB de entre 2 y 4 por ciento,

finalmente ésta resultó menos severa, habiendo cerrado el año con un crecimiento prácticamente nulo. Por su parte, la evolución de la economía mexicana superó las expectativas y registró la tasa de expansión más alta de la región.

Gráfica 1

### Índice de Términos de Intercambio y Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo

Base 1990=100 y dólares por barril



Fuente: Banco de México

La mejoría en el panorama de crecimiento de la economía mundial y los acuerdos de reducción de la oferta de petróleo por parte de los países productores han llevado a un incremento significativo del precio del energético. Así, en 1999 la mezcla mexicana de crudo de exportación alcanzó un nivel promedio de 15.61 dólares por barril, habiendo rebasado en casi 70 por ciento la previsión correspondiente de 9.25 dólares por barril dada a conocer en los Criterios Generales de Política Económica para ese año. Por su parte, los precios internacionales de las materias primas y de los productos manufacturados se han estabilizado y exhibido un ligero repunte.

A lo largo de 1999, los flujos internacionales de capital se mantuvieron por debajo de los niveles registrados antes de la crisis asiática. Lo anterior se constata al observar el efecto de dichos flujos sobre el comportamiento del rendimiento neto promedio de los bonos soberanos de las economías emergentes, que se presenta en la

Gráfica 2.<sup>1</sup> En el caso de México, a principios del año este índice alcanzó niveles superiores a 10 puntos porcentuales, disminuyendo continuamente durante el primer semestre para repuntar después en respuesta a dos causas: las medidas restrictivas de política monetaria instrumentadas por la Junta de la Reserva Federal de los Estados Unidos y los problemas causados por la moratoria de Ecuador que provocaron un deterioro generalizado de la cotización de los bonos Brady. Posteriormente a dichos acontecimientos, el rendimiento neto del índice para México continuó descendiendo hasta llegar al cierre del año a un nivel comparable con el prevaleciente a principios de 1998. Como puede verse en la misma gráfica, esta recuperación no se ha materializado con igual intensidad para los demás países de Latinoamérica. Lo dicho, como reflejo en algunos casos de la incertidumbre política y en otros de la debilidad de la posición fiscal.

Es indudable que la repercusión de los acontecimientos internacionales antes descritos sobre el avance de la economía mexicana en 1999 fue positivo. La congruencia de las políticas fiscal y monetaria aplicadas, así como la creciente integración con la economía de los Estados Unidos han contribuido a una diferenciación cada vez más marcada, por parte de los inversionistas internacionales, entre la economía mexicana y otras de mercados emergentes. Lo anterior fue sustento para lograr una negociación favorable del Programa de Fortalecimiento Financiero 1999-2000. Como se recordará, este programa incluye recursos por 16,900 millones de dólares en la forma de líneas de refinanciamiento y comercio exterior y 6,800 millones en líneas contingentes al amparo del Acuerdo Financiero de América del Norte. Otro factor importante fue que las agencias calificadoras mejoraron su percepción sobre la economía mexicana. Así, Moody's revisó al alza tanto la calificación de la deuda soberana de México de largo plazo denominada en moneda extranjera (de Ba2 a Ba1) como la de los depósitos y obligaciones en moneda extranjera de algunos bancos mexicanos. Recientemente, esa misma agencia modificó su calificación de la deuda gubernamental denominada en moneda nacional, incrementándola de “estable” a “positiva”. Por su parte, Standard & Poors cambió su calificación de la deuda soberana de México denominada en moneda extranjera, pasándola de “estable” a “positiva”.

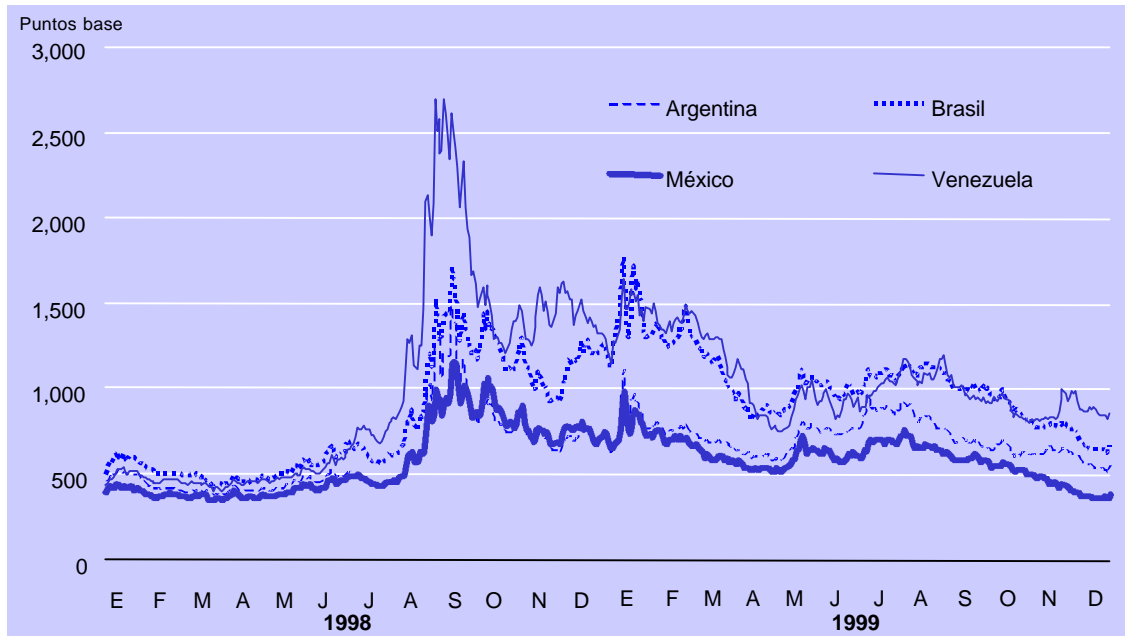
---

<sup>1</sup> Medido a través del índice EMBI+ de JP Morgan que incluye el rendimiento neto de los instrumentos de deuda externa denominados en moneda extranjera. Para las economías referidas en la Gráfica 2 básicamente se incorporan los bonos Brady, los Eurobonos y algunas emisiones de las principales empresas locales.

Gráfica 2

**Rendimiento Neto de la Deuda de Algunos Países Latinoamericanos (EMBI+)**

1998-1999



Fuente: JP Morgan.

La combinación de las influencias externas descritas y la aplicación de políticas fiscal y monetaria prudentes, influyeron para que la economía nacional creciera en 1999 por encima de lo esperado. Además, estos factores contribuyeron a inducir una apreciación del tipo de cambio que aminoró las presiones inflacionarias durante el año y permitió la reducción de las tasas de interés. Sin embargo, a la luz de un panorama externo que aún presenta facetas de incertidumbre y a fin de continuar por la senda de la desinflación, resulta fundamental mantener los dos ingredientes principales de la política económica: la salud de las finanzas públicas y una política monetaria comprometida con el abatimiento de la inflación.

## II.2. Actividad Económica

Durante 1999 la economía mexicana registró una expansión real superior a la esperada y una inflación menor que la meta oficial y que las expectativas del público prevalecientes al inicio del año. Así, en materia de crecimiento logró revertirse la desaceleración prevaleciente en el cuarto trimestre de 1998. En cuestión de inflación, se retomó la trayectoria descendente de la tasa de



incremento del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). El repunte de la actividad vino acompañado de un comportamiento positivo del mercado laboral, toda vez que se consiguieron incrementos tanto del empleo como de los salarios reales. En lo que respecta al sector externo, los déficits de la balanza comercial y de la cuenta corriente se redujeron en relación con los observados en 1998, lo cual obedeció a la conjunción de varios factores. Destacan entre éstos un mayor crecimiento de las exportaciones no petroleras inducido por el dinamismo de la economía norteamericana en el período, la recuperación del precio del petróleo y una menor expansión de las importaciones de mercancías.

Los dos aspectos más sobresalientes de la evolución de la economía mexicana durante 1999 fueron el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) real, que resultó superior al pronóstico de 3 por ciento dado a conocer en los Criterios Generales de Política Económica para 1999 y la inflación de 12.32 por ciento, la cual se ubicó 0.68 puntos porcentuales por debajo de la meta anunciada.

El incremento anual del PIB real cerró en 4.6 por ciento al tercer trimestre de 1999. Para el año en su totalidad se estima que el PIB real registre un aumento de 3.7 por ciento. En 1999 el ritmo de expansión de la producción fue similar en los distintos sectores de la economía. Los datos son ilustrativos: en el tercer trimestre de 1999 el PIB industrial registró un crecimiento anual real de 4.3 por ciento, el agropecuario de 3.8 por ciento y el de servicios de 4.8 por ciento. Dentro del sector industrial destaca el avance de las manufacturas y de la construcción, aunque se observa una disminución de la producción minera. Esta última se explica por la reducción del volumen exportado de petróleo y por el efecto de las bajas cotizaciones internacionales de los minerales y de los metales preciosos que rigieron durante gran parte del año. En el sector servicios las actividades de transportes y comunicaciones mantuvieron una expansión sobresaliente, en tanto que las actividades de comercio, restaurantes y hoteles repuntaron de manera notable.

Durante 1999 todos los componentes agregados de la demanda interna, así como las exportaciones de bienes y servicios registraron expansión, lo que permite calificar al proceso de reactivación de la economía de balanceado. El rubro más dinámico fue el de las exportaciones; sin embargo, tanto la inversión como el consumo del sector privado contribuyeron de manera significativa al crecimiento económico.

Al tercer trimestre de 1999, la inversión privada mostró una tasa de crecimiento anual de 8 por ciento. La positiva evolución de la inversión fue particularmente relevante en el sector exportador, fincándose en los siguientes causales: el incremento de la productividad de la mano de obra, la disminución de las tasas de interés reales y nominales, el restablecimiento del acceso a los mercados financieros internacionales, la mayor confianza y las mejores expectativas para los negocios.

Por su parte, en el tercer trimestre de 1999, el consumo privado registró un incremento anual de 4.2 por ciento, lo que contrasta con el aumento de 2.3 por ciento del cuarto trimestre de 1998 y de 1.8 por ciento del primer trimestre de 1999. Esta recuperación se explica principalmente por el crecimiento del empleo y de los salarios reales, por las tasas de interés menos onerosas y por el propio repunte de la actividad económica.

El dinamismo de las exportaciones de mercancías se hizo patente tanto en las petroleras como en las no petroleras. Estas últimas se vieron impulsadas en lo particular por el rápido crecimiento económico de los Estados Unidos. En el periodo enero-noviembre de 1999 el incremento anual de dichos rubros fue de 31 y 15.2 por ciento, excediendo de manera significativa las variaciones a diciembre de 1998 que fueron de -37 y 11.3 por ciento. Asimismo, como se muestra en el Cuadro 2, las tasas de aumento de las exportaciones mexicanas se ubicaron durante 1999 entre las más altas del mundo. Lo anterior viene a corroborar que la apertura de la economía ha permitido a México beneficiarse significativamente del crecimiento económico de su principal socio comercial y que la apreciación del tipo de cambio real no obstaculizó el dinamismo de las exportaciones del país.

Cuadro 2

**Crecimiento del Valor de las Exportaciones de 30 Economías Seleccionadas durante 1999\***

Medido en dólares corrientes

Países	Tasa de Crecimiento	Países	Tasa de Crecimiento
<b>Economías Industrializadas</b>		<b>Economías en Desarrollo</b>	
Estados Unidos 3/	0.9	Corea 5/	9.0
Canadá 3/	9.9	Hong Kong 4/	-10.9
Japón 4/	7.4	Taiwan 5/	10.1
Alemania 4/	-1.4	Singapur 4/	2.4
Francia 3/	-1.4	China 3/	4.9
Reino Unido 3/	-3.1	Filipinas 4/	19.0
España 3/	0.1	Indonesia 4/	-2.1
Italia 3/	-6.8	Tailandia 4/	6.7
Irlanda 1/	11.4	Malasia 2/	13.7
Finlandia 4/	-4.1	India 4/	12.7
Países Bajos 3/	0.4	Israel 1/	2.9
Nueva Zelanda 3/	2.6	Argentina 4/	-13.0
Noruega 3/	5.1	Brasil 5/	-6.1
Suecia 4/	-0.6	Chile 4/	3.3
Suiza 3/	-1.0		
<b>México</b>			
Exportaciones Totales 4/	16.2		
Exportaciones Manufactureras 4/	15.5		
Exportaciones No Petroleras 4/	15.2		

\* Tasas de crecimiento respecto del mismo periodo del año anterior. Las exportaciones de estas economías representaron el 82 por ciento de las exportaciones mundiales en 1998.

1 Enero-agosto; 2 Enero-septiembre; 3 Enero-octubre; 4 Enero-noviembre; 5 Enero-diciembre.

Fuente: Elaborado por Banco de México con datos de Bloomberg, del FMI y de bancos centrales.

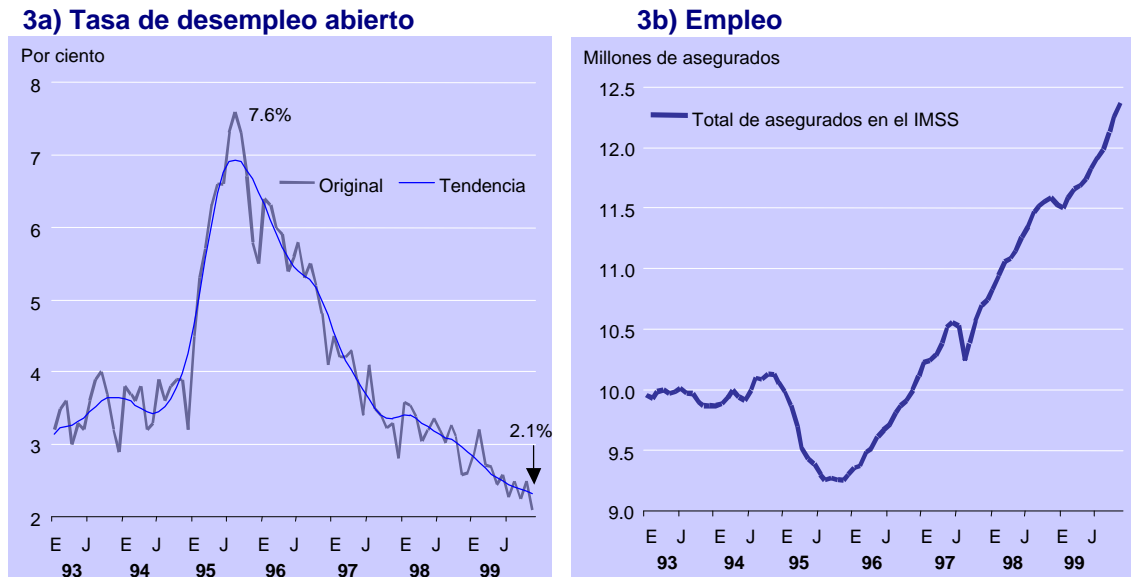
Respecto de las importaciones, en los primeros once meses de 1999 éstas aumentaron 12.9 por ciento, mientras que en 1998 registraron un crecimiento de 14.2 por ciento. La desaceleración más notable ocurrió en las importaciones de bienes de consumo, las que aumentaron 7.3 por ciento en el lapso enero-noviembre de 1999, es decir un incremento más de 10 puntos porcentuales inferior al de 1998. Por otra parte, las tasas de crecimiento de las importaciones de bienes intermedios y de bienes de capital en el periodo referido fueron de 12.6 y 18 por ciento. De esta forma se espera que en 1999 el crecimiento de las importaciones de bienes de capital excederá al de 1998, que fue de 14.6 por ciento.

La evolución de las importaciones y de las exportaciones se tradujo en un menor déficit de la balanza comercial, el cual fue en el periodo enero-noviembre de 1999 de 4,412 millones de dólares. En 1998 el déficit comercial ascendió a 7,914 millones de dólares. Por su parte, el déficit de la cuenta corriente de 1999 se espera sume 13,900 millones de dólares, lo que sería equivalente a 2.9 por ciento del PIB. Este resultado contrasta con el saldo de 15,958 millones de dólares (3.8 por ciento del PIB) registrado en 1998.

En 1999 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue financiado casi en su totalidad con recursos de largo plazo, principalmente de inversión extranjera directa. En ese año, ésta representó cuatro quintas partes del déficit de la cuenta corriente, proporción que se compara favorablemente con la de otros periodos. En 1994, por ejemplo, dicha razón fue de sólo 37 por ciento.

Otro de los aspectos sobresalientes de la economía mexicana durante 1999 fue la reducción experimentada por la desocupación. Así, en noviembre de 1999 la tasa de desempleo fue de 2.09 por ciento, la más baja que se ha observado para ese mismo mes desde que se calcula dicho indicador (ver Gráfica 3). Si se considera la afiliación al IMSS de los trabajadores permanentes y eventuales, entre el 1° de enero y el cierre de diciembre se crearon 706 mil empleos, de los cuales 488 mil son permanentes y 218 mil eventuales urbanos. Así, la recuperación del empleo iniciada en diciembre de 1995 se ha sostenido por cuarto año consecutivo, habiéndose creado desde esa fecha 2,884,759 empleos.

**Gráfica 3 Tasa de Desempleo Abierto en Areas Urbanas y Empleo**



Fuente: INEGI e IMSS.

En 1999 también se consiguió una recuperación de las remuneraciones reales. En el mes de octubre las remuneraciones en la industria manufacturera no maquiladora registraron un incremento real anual de 1.9 por ciento, mientras que en la industria maquiladora el aumento correspondiente fue de 14.1 por ciento.

En síntesis, durante 1999 el desempeño de la actividad económica en México resultó más favorable que lo anticipado al inicio del año.

La evolución reciente de la economía corrobora que la aplicación de una política económica congruente por un periodo de tiempo prolongado, está sentando las bases para desarrollar el potencial de crecimiento de la economía nacional.

### **II.3. Inflación**

---

En 1999 se cumplió con la meta de inflación adoptada. Esto, toda vez que el crecimiento de los precios durante el año fue de 12.32 por ciento, menor que el objetivo de 13 por ciento y el más bajo registrado en los últimos cinco años. Los principales factores que explican la moderación del incremento de los precios y el logro de la meta de inflación en 1999 son los siguientes: i) la aplicación de una política monetaria enfocada a la consecución del objetivo de crecimiento de los precios para el año y dirigida a contrarrestar los efectos inflacionarios heredados de las perturbaciones externas y de los aumentos de precios públicos de fines de 1998; ii) la apreciación y posterior estabilidad del tipo de cambio; iii) la disminución de los precios de las frutas y verduras, iv) el comportamiento de la mayoría de los precios de los bienes y servicios suministrados por el sector público, el cual fue congruente con lo propuesto en los Criterios Generales de Política Económica para 1999 y, v) la sólida política fiscal que ha contribuido a la formación de un entorno propicio para la reducción de la inflación.

Por otro lado, la lenta convergencia durante el año de las expectativas de inflación --implícitas en contratos de todo tipo-- con la meta oficial, limitó los avances en la lucha contra el crecimiento de los precios.

#### **II.3.1. Evolución de los Precios al Consumidor en 1999**

---

Debe destacarse que 1999 se inició con una expectativa muy poco favorable para el comportamiento de los precios. En enero, la inflación mensual medida a través del INPC fue de 2.53 por ciento, alcanzándose entonces un crecimiento anualizado del INPC de 19.02 por ciento, a consecuencia de tres factores: la herencia

inflacionaria de 1998, el impacto de la liberalización del precio de la tortilla y el aumento atípico en ese año de los precios de las frutas y verduras. Lo anterior se vio reflejado en las expectativas de inflación para el cierre del año, mismas que fueron ubicadas por los analistas financieros, hacia finales de enero de 1999, en niveles cercanos al 17 por ciento. Sin embargo, a partir de febrero el crecimiento de los precios comenzó a desacelerarse, revirtiéndose la trayectoria alcista prevaleciente desde junio de 1998 y retomándose una senda congruente con el objetivo de inflación.

En el Cuadro 3 se muestra en detalle el comportamiento de la tasa de variación del INPC calculada para periodos mensuales, anuales y acumulada con respecto a diciembre del año anterior.

Cuadro 3

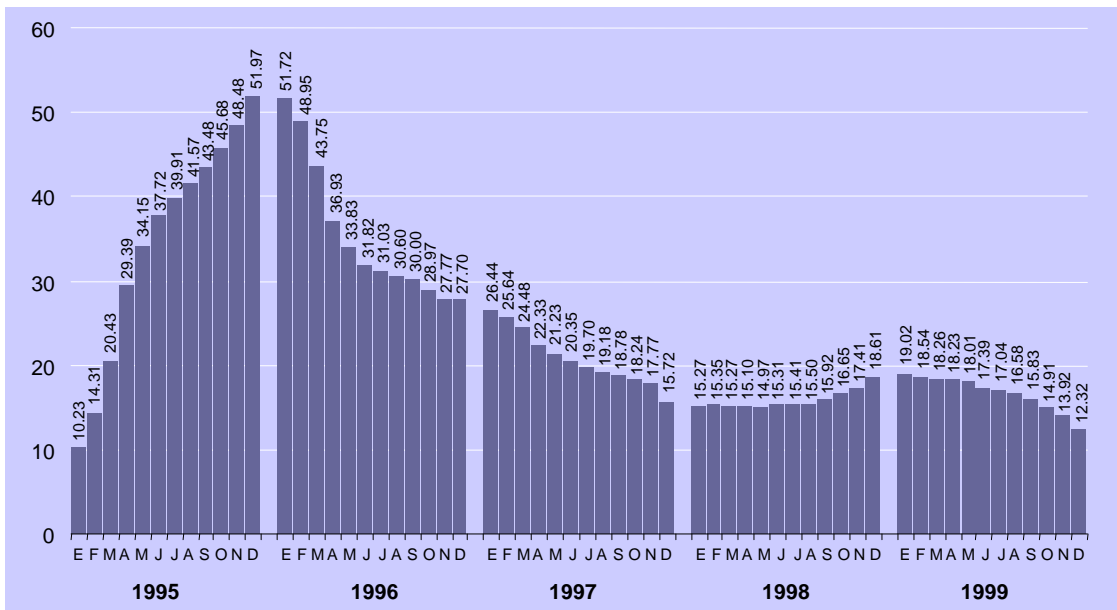
**Indice Nacional de Precios al Consumidor**

## Variación porcentual

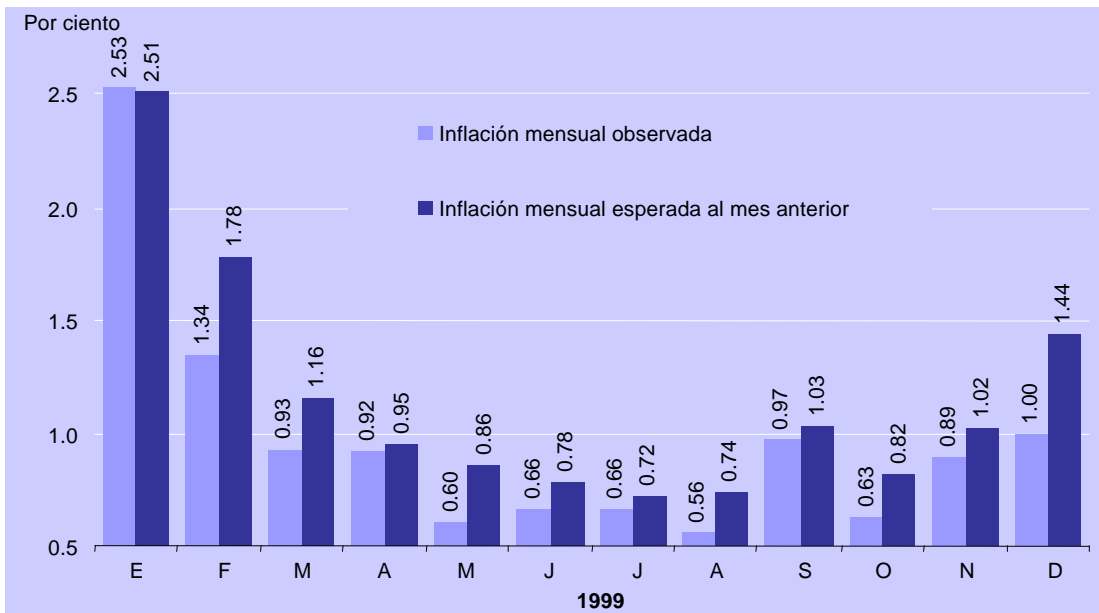
Mes	Mensual		Anual		Acumulada respecto a diciembre anterior	
	1998	1999	1998	1999	1998	1999
Enero	2.18	2.53	15.27	19.02	2.18	2.53
Febrero	1.75	1.34	15.35	18.54	3.96	3.90
Marzo	1.17	0.93	15.27	18.26	5.18	4.87
Abril	0.94	0.92	15.10	18.23	6.17	5.83
Mayo	0.80	0.60	14.97	18.01	7.01	6.47
Junio	1.18	0.66	15.31	17.39	8.28	7.17
Julio	0.96	0.66	15.41	17.04	9.32	7.88
Agosto	0.96	0.56	15.50	16.58	10.37	8.48
Septiembre	1.62	0.97	15.92	15.83	12.16	9.53
Octubre	1.43	0.63	16.65	14.91	13.77	10.22
Noviembre	1.77	0.89	17.41	13.92	15.78	11.20
Diciembre	2.44	1.00	18.61	12.32	18.61	12.32

Como se mencionó anteriormente, la tasa de inflación anualizada alcanzó su nivel más alto en enero de 1999 para posteriormente reducirse continuamente durante el resto de los meses del año. A partir de febrero y en cada uno de los meses posteriores las tasas de crecimiento mensual de los precios fueron las más bajas registradas desde 1994. Asimismo, de acuerdo con las encuestas entre los especialistas en economía del sector privado que levanta periódicamente el Banco de México, la inflación mensual observada fue menor que la esperada a principios de cada mes durante casi todos los meses de 1999.

**Gráfica 4** Índice Nacional de Precios al Consumidor  
Variación porcentual anual



**Gráfica 5** Inflación Observada e Inflación Esperada  
Variaciones mensuales

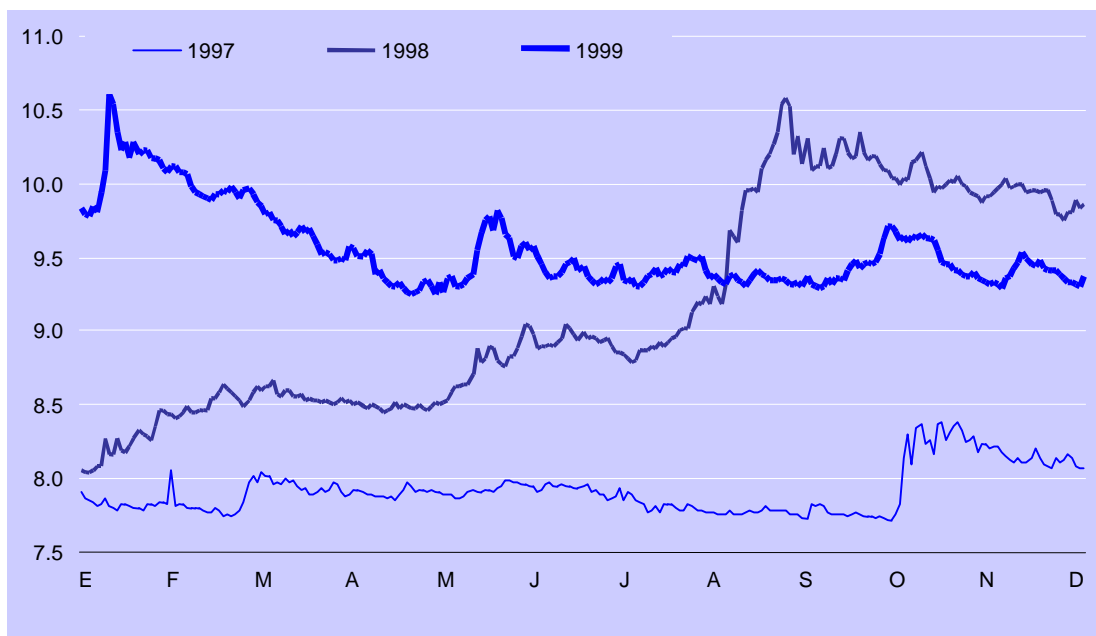


FUENTE: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

### II.3.2. Comportamiento de los Principales Determinantes de la Inflación

Entre los factores que mayormente inciden sobre la evolución de la inflación en México se encuentran los movimientos del tipo de cambio. Estos influyen sobre el crecimiento de los precios a través de dos canales: i) de manera directa, sobre los precios de los bienes comerciables; y ii) indirectamente, sobre la formación de las expectativas de inflación, las cuales afectan a su vez la determinación de los contratos (salarios, créditos, etc.) y consecuentemente los precios de muchos otros bienes en la economía. Como puede apreciarse en la Gráfica 6, después de haberse alcanzado en enero de 1999 niveles superiores al de 10.50 pesos por dólar, el tipo de cambio mostró una apreciación hasta mayo, mes a partir del cual fluctuó en un rango entre 9.30 y 9.80 pesos por dólar.

**Gráfica 6** Tipo de Cambio Interbancario 48 Horas  
Pesos por dólar



A fin de constatar el efecto en 1999 del tipo de cambio sobre la inflación, en la Gráfica 7 se presentan las variaciones anuales del INPC y de los subíndices de precios de los bienes comerciables y no comerciables. En dicha gráfica se advierte que a partir de febrero de 1999 las variaciones de los precios de los bienes comerciables tuvieron una inflexión a la baja, la cual se explica por la apreciación

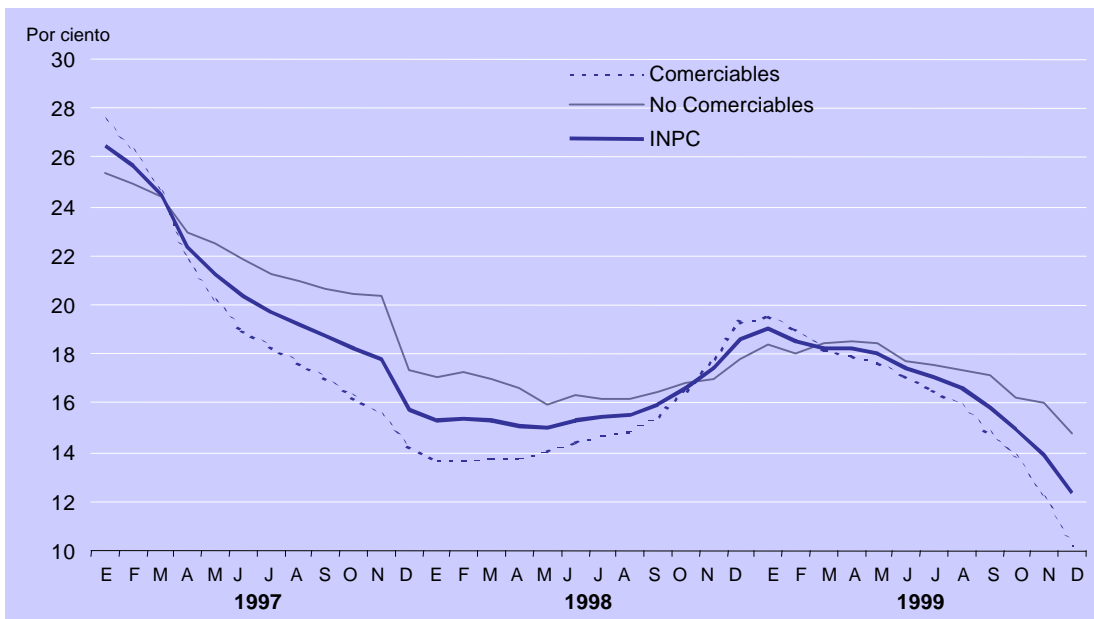


del tipo de cambio, dada la influencia directa que ésta ejerce sobre los precios de este tipo de bienes. La tendencia descrita se mantuvo a lo largo del año, de manera que la inflación anualizada de los precios de esos bienes se redujo de 19.58 por ciento en enero a 10.26 por ciento en diciembre de 1999, crecimiento que ha sido el menor para un período anual desde 1994. Dicho comportamiento contribuyó sustancialmente a la baja de la tasa de inflación durante el año. En cuanto a la tasa de crecimiento de los precios de los bienes no comerciables, ésta no mostró un descenso tan marcado. La tasa de inflación anual de dichos bienes se mantuvo casi constante durante el primer semestre de 1999. A partir de julio se detectó el comienzo de una trayectoria descendente la cual continuó durante la segunda mitad del año, por lo que la variación anual de dicho índice a diciembre de 1999 resultó de 14.79 por ciento.

Gráfica 7

**Índice Nacional de Precios al Consumidor por Tipo de Bien**

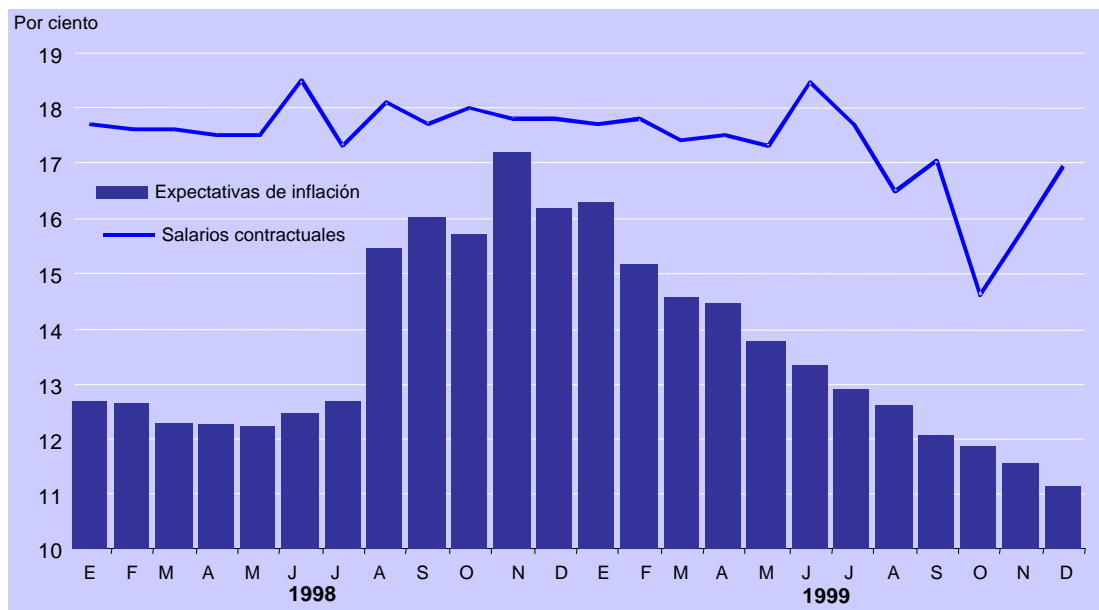
Variación porcentual anual



El comportamiento de los precios de los bienes no comerciables está determinado principalmente por dos elementos: las expectativas de inflación y las revisiones de los salarios contractuales. Al respecto, cabe apuntar que si bien las expectativas de inflación mostraron durante 1999 un descenso marcado, la convergencia de éstas con el objetivo fue lenta. Por su parte, como se aprecia en la Gráfica 8, la moderación en el crecimiento de los salarios contractuales mostró un rezago durante el año. Así, mientras que las

expectativas de inflación para los siguientes doce meses disminuyeron de 17 por ciento en enero a 11.04 por ciento en el mes de diciembre, la tasa de incremento de los salarios contractuales resultó en enero de 17.7 por ciento, nivel que se mantuvo casi constante hasta septiembre. Sin embargo, a finales del año se detectó el inicio de una tendencia decreciente que en el último cuatrimestre del año ubicó al promedio de los incrementos referidos en 15.04 por ciento, nivel que se compara favorablemente con el promedio de 17.25 por ciento registrado en los primeros ocho meses de 1999.

**Gráfica 8 Expectativas de Inflación Para los Próximos 12 Meses y Tasa de Crecimiento de los Salarios Contractuales**



NOTA: El dato de salarios contractuales para diciembre de 1999 es preliminar.

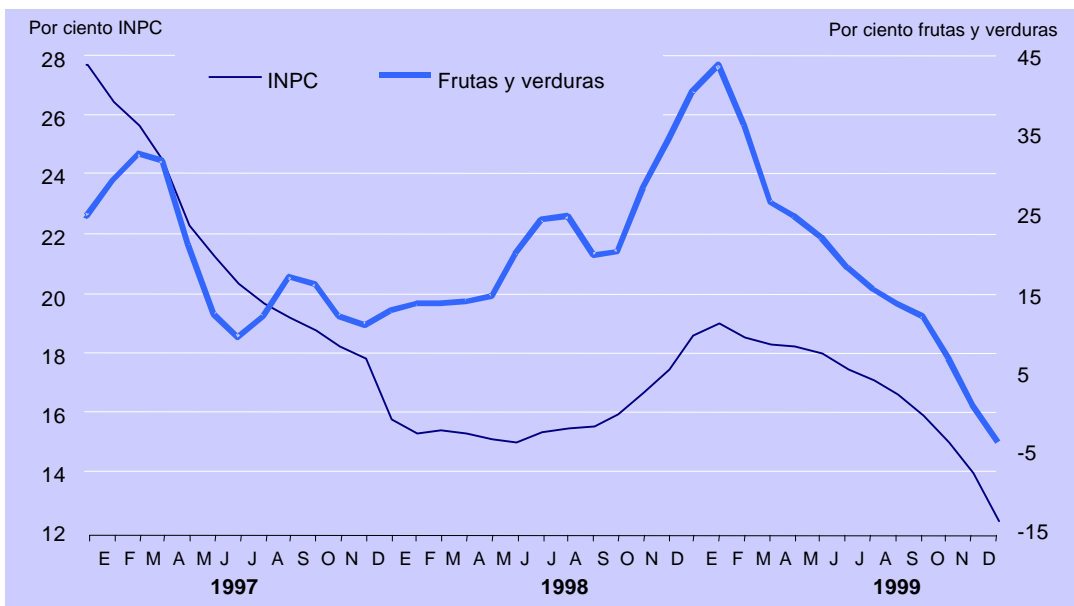
El comportamiento descrito es evidencia de dos fenómenos. Primero, que la política monetaria y los movimientos del tipo de cambio, sobre todo las apreciaciones, inciden sobre los precios de los bienes no comerciables con un rezago significativo. Segundo, que los agentes que participan en la determinación de los salarios contractuales son más reticentes a modificar sus expectativas, dada la limitada reversibilidad de sus decisiones. Esto último, debido a que usualmente las remuneraciones se acuerdan para los doce meses posteriores a la firma de cada contrato. Lo anterior explica por qué sólo después de que el objetivo de inflación propuesto para 1999 empezó a ser percibido como alcanzable, tuvo lugar una inflexión a la baja en el crecimiento de los salarios nominales.

La Gráfica 9 recoge el comportamiento del INPC y de los precios de las frutas y verduras durante 1998 y 1999. El crecimiento anualizado de los precios de estos últimos bienes disminuyó de 43.8 por ciento en enero (la inflación anual más alta para este rubro desde junio de 1996) a -3.9 por ciento en diciembre, constituyéndose en un factor coadyuvante de la estabilidad. Ello representó otra influencia moderadora en el comportamiento de la tasa de inflación en el año.

Gráfica 9

### Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios de Frutas y Verduras

Variación porcentual anual



Con el objeto de aislar del análisis de la inflación el efecto de las variaciones de los precios de los bienes y servicios con un comportamiento aleatorio importante (como son los precios de las frutas y verduras), o cuya trayectoria se programa desde el inicio del año (como son el precio de los energéticos y otros precios administrados por el sector público), se construyó un índice especial de precios que omite de su cálculo aquellos componentes que presentan las características mencionadas.<sup>2</sup> Mediante dicho procedimiento se obtuvo un subíndice de precios que en teoría se ve influido fundamentalmente por los efectos del tipo de cambio, de los salarios y, en general, de las condiciones monetarias. Esta clase de índices especiales constituye una herramienta de gran utilidad para el

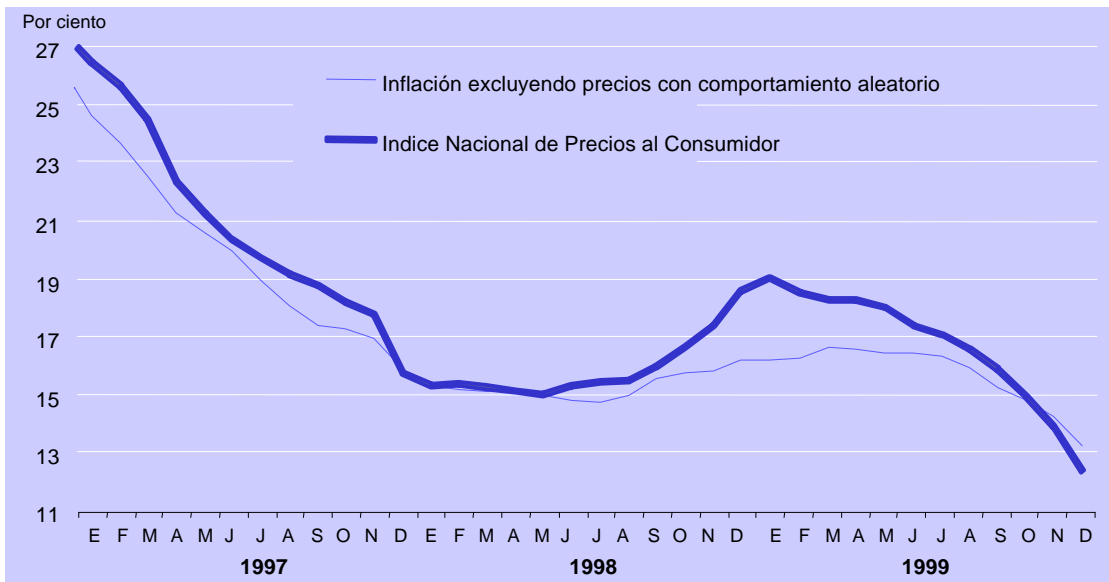
<sup>2</sup> Una explicación detallada del procedimiento utilizado para la elaboración de índices especiales de precios similares al presentado se encuentra en el Documento de Investigación No. 9802, "Medidas Alternativas de Inflación", Banco de México, julio de 1998.

análisis de las presiones inflacionarias, toda vez que elimina de la medición de la inflación aquellos fenómenos que tienen un carácter transitorio. Por esa razón es que la gran mayoría de los bancos centrales del mundo utiliza mediciones similares para analizar las perspectivas inflacionarias. En la Gráfica 10 se muestran datos de este subíndice para el periodo 1997-1999 en México.

**Gráfica 10**

**Índice Nacional de Precios al Consumidor e Inflación Excluyendo Precios con Comportamiento Aleatorio.**

Variación porcentual anual



Como puede constatar, el comportamiento en 1999 de este concepto de inflación ilustra la contención de la burbuja inflacionaria que se había formado desde junio de 1998. Esto es evidente toda vez que la brecha entre las variaciones del INPC y de éste subíndice se redujo continuamente desde febrero de 1999 hasta desaparecer en octubre. Asimismo, aunque la inflación medida por el mencionado subíndice se mantuvo estable durante el primer semestre del año, a partir de agosto presenta una reducción palpable. En consecuencia, durante los últimos cinco meses de 1999, este subíndice disminuyó 3.07 puntos porcentuales hasta ubicarse al cierre del año en 13.23 por ciento. Dicho comportamiento es una prueba más de que la reducción de la inflación no se ha debido únicamente a los fenómenos aleatorios aludidos, sino que también obedece a la tendencia mostrada por los principales factores que influyen sobre la determinación de los precios. Sin embargo, a partir de noviembre la inflación anual medida por el INPC resultó menor que la inflación medida por el subíndice descrito. Esto último indica que el menor

crecimiento de los precios se ha visto, en parte, beneficiado por fenómenos transitorios.

En resumen, varios factores explican que en 1999 se haya alcanzado una inflación inferior al 13 por ciento. Destacan entre estos los siguientes: una aplicación congruente y oportuna de la política monetaria; la apreciación y subsecuente estabilidad del tipo de cambio y la evolución favorable de los precios de las frutas y verduras. La aportación de estos dos últimos factores para explicar la diferencia de  $-0.68$  puntos porcentuales entre la inflación observada y el objetivo, fue respectivamente de  $-2.08$  y de  $-0.70$  puntos porcentuales. Por otro lado, la dinámica de los salarios contractuales y manufactureros, el aumento no anticipado en el precio del gas LP y los incrementos de algunos otros precios tuvieron una influencia sobre la inflación mayor que la prevista y que se estima en  $2.10$  puntos porcentuales.

### III. La Política Monetaria en 1999.

---

El objetivo primordial de la política monetaria establecido en el Programa Monetario para 1999, fue el de contribuir a la reducción de la tasa de inflación anual a 13 por ciento. Dicho objetivo fue determinado bajo la consideración de los siguientes elementos: la herencia inflacionaria de 1998, los ajustes de los salarios mínimos y de los precios y tarifas públicos, el entorno externo y las medidas fiscales adoptadas para lograr en 1999 un déficit económico de 1.25 por ciento del PIB.

La instrumentación de la política monetaria requiere de un análisis permanente de las condiciones inflacionarias prevaletientes. Teniendo como base dicho análisis se decide la postura de política adecuada para alcanzar el objetivo de inflación propuesto. Durante 1999, dos temas prioritarios capturaron la atención tanto de las autoridades como de los analistas con relación a la evaluación de las presiones inflacionarias. El primero, respecto de la determinación del nivel del “corto” necesario para obtener la meta del 13 por ciento. El segundo, con relación a la desviación que se presentó durante la segunda mitad del año entre la evolución de la base monetaria y el pronóstico original respectivo realizado por el Banco de México. En esta sección se abordan estas dos cuestiones, con el fin de exponer los motivos que sustentaron las decisiones de política monetaria adoptadas por la Junta de Gobierno del Banco de México a lo largo de 1999.

En primer lugar, se realiza una descripción de las acciones de política monetaria instrumentadas durante el periodo. Asimismo, se discute la manera en que la interacción de éstas con el comportamiento de los participantes en los mercados financieros, creó las condiciones monetarias adecuadas para el logro del objetivo de inflación. En segundo lugar, se explican las razones que llevaron al Banco de México a interpretar el crecimiento de la base monetaria como un aumento no anticipado de la demanda de dinero y no como un exceso de oferta monetaria. Esto último hubiese representado una señal de inflación futura.

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

---

A principios de 1999 resultaba imprescindible mantener el sesgo restrictivo de la política monetaria. Ello, debido a los siguientes factores: a la herencia inflacionaria de 1998; a la gran diferencia que existía en ese momento entre las expectativas de inflación del sector privado y el objetivo adoptado; y a la volatilidad de los mercados financieros internacionales.

Hacia finales de 1998 había tenido lugar una revisión al alza de las expectativas de inflación para 1999 en respuesta a tres hechos: a los ajustes acordados para los precios públicos, a la depreciación del tipo de cambio y a la desviación en 1998 de la inflación respecto de su objetivo para ese año. Así, en noviembre de 1998, las expectativas de inflación para 1999 se encontraban cercanas al 16.5 por ciento, fenómeno que llevó a la Junta de Gobierno a acordar en ese mes un aumento del “corto” de 100 a 130 millones de pesos. La finalidad de esa acción fue contrarrestar dicha revisión alcista de las expectativas para estar en posibilidad de alcanzar en 1999 la meta de inflación de 13 por ciento y restablecer la trayectoria descendente de la tasa de crecimiento del nivel general de precios.

En enero de 1999 los mercados financieros nacionales se vieron influidos por la devaluación de la moneda brasileña y por el temor de que la inestabilidad financiera en ese país contagiara a otras economías emergentes, razón por la cual el peso mexicano sufrió una depreciación transitoria. En respuesta a esta situación, el mismo día en que las autoridades brasileñas iniciaron su transición a la flotación del real, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió restringir la política monetaria aumentando el “corto” de 130 a 160 millones de pesos. Esta reacción de la autoridad monetaria limitó el impacto de los fenómenos descritos sobre el tipo de cambio y contribuyó a su subsecuente apreciación, restableciéndose rápidamente el orden y la estabilidad en los mercados financieros nacionales.

Asimismo, debido a los factores arriba mencionados, a principios del año se hizo evidente la necesidad de reforzar la efectividad del “corto”. Lo anterior, con la finalidad de fortalecer la capacidad del Instituto Emisor para influir sobre el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo. Por tanto, en febrero la Junta de Gobierno del Banco de México acordó la constitución de un depósito en el Banco Central a un plazo indefinido por parte de las instituciones de crédito. Dicho depósito se empezó a llevar a cabo a partir del 15 de ese mes, a razón de 5 mil millones de pesos por día

hábil hasta alcanzar un monto acumulado de 25 mil millones de pesos. Los fondos así depositados devengarían una tasa de interés equivalente a la TIIE a 28 días. La distribución de los depósitos referidos entre las instituciones de crédito se determinó en función del saldo de sus pasivos totales al cierre de 1998. La liquidez que se retiró en virtud de esta medida se repuso en su totalidad a través de operaciones de mercado abierto, otorgándose por esta vía créditos a los bancos a plazos cortos.

La acción explicada, junto con la colocación de valores gubernamentales de largo plazo a través de operaciones de mercado abierto, permitió al Banco Central operar en un entorno en el cual todos los días los participantes en el mercado de dinero inician la sesión con un faltante de liquidez. Este faltante tiene que ser repuesto a través de operaciones de mercado abierto y, por lo general, es resarcido mediante subastas de crédito a corto plazo. Al respecto, cabe destacar que una situación como la descrita, en donde diariamente el Instituto Emisor participa como oferente de liquidez en el mercado de dinero, permite un mejor control sobre las condiciones en las que se otorga el crédito interbancario y, por tanto, aumenta la capacidad de las autoridades monetarias para influir sobre las tasas de interés de corto plazo.

En relación con lo anterior conviene apuntar que las medidas descritas no alteran los niveles de liquidez prevalecientes en el mercado de dinero, sino que establecen condiciones para que las tasas de interés reaccionen de manera más oportuna a los cambios de la postura de la política monetaria. Por tanto, la comentada ampliación de los depósitos obligatorios aumentó la efectividad del objetivo de saldos acumulados como instrumento de política monetaria.

Después del ajuste acordado el 13 de enero, el “corto” se mantuvo en un nivel de 160 millones de pesos durante el resto del año. Como se mencionó anteriormente, esta postura de política monetaria fue necesaria para lograr la desinflación propuesta ante las siguientes influencias: las presiones inflacionarias heredadas de fines de 1998, el deterioro de la credibilidad en el objetivo y las presiones inflacionarias asociadas a las revisiones salariales contractuales.

Si bien a partir de febrero de 1999 se presentaron fenómenos que influyeron favorablemente sobre la evolución de los precios y la inflación siguió una trayectoria congruente con el objetivo de 13 por ciento, la convergencia de las expectativas del



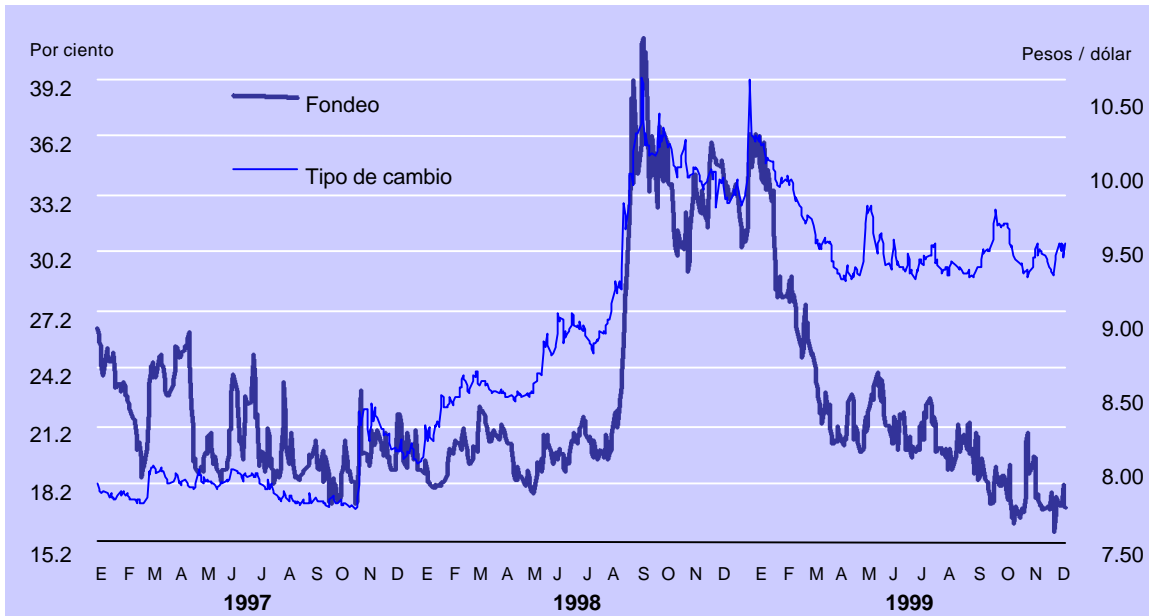
sector privado --implícitas en toda clase de contratos-- con el objetivo de inflación fue lenta, por lo que resultó necesario mantener la restricción monetaria. Asimismo, debido a los rezagos con los que las acciones de política monetaria inciden sobre el proceso inflacionario, la postura de dicha política durante los últimos trimestres del año se determinó también en función del efecto de ésta sobre la inflación del año 2000. A este respecto, la diferencia entre las expectativas de inflación del sector privado y la meta acordada para el año 2000 fue uno de los elementos indicativos de la necesidad de mantener una postura restrictiva. Ello, a fin de estar en condiciones de poder cumplir en el año 2000 con el objetivo de reducir la inflación a niveles inferiores a 10 por ciento.

Las acciones de política monetaria interactúan con las decisiones de los participantes en los mercados financieros para determinar las condiciones monetarias prevalecientes. De esta manera, la postura de la política monetaria no fue impedimento para que durante 1999 las tasas de interés nominales registraran disminuciones importantes y para que actualmente se encuentren en niveles inferiores a los observados en marzo de 1998, antes de que el Banco de México adoptara una postura de política monetaria restrictiva. La aplicación a lo largo del año de una política monetaria restrictiva fue un factor fundamental para inducir el descenso de las expectativas de inflación. Así, estas últimas tuvieron un efecto directo sobre las tasas de interés nominales. Además, una ejecución coordinada de las políticas fiscal y monetaria influyó para que tuviera lugar una mejoría de los indicadores de riesgo país, los cuales, por lo general, también afectan la determinación de las tasas de interés.

Por otra parte, la dilución de los factores externos negativos prevalecientes durante la segunda mitad de 1998 dio lugar durante los primeros meses de 1999 a una apreciación cambiaria y a la subsecuente estabilidad del tipo de cambio. Asimismo, la recuperación del precio del petróleo y el dinamismo de la economía americana se reflejaron en un aumento considerable de las exportaciones de México. De esta manera, la apreciación del tipo de cambio ha venido acompañada de una reducción en el déficit de la balanza comercial, por lo que es manifestación de la solidez que muestran las cuentas externas del país.

Gráfica 11

## Tipo de Cambio y Tasa de Fondeo

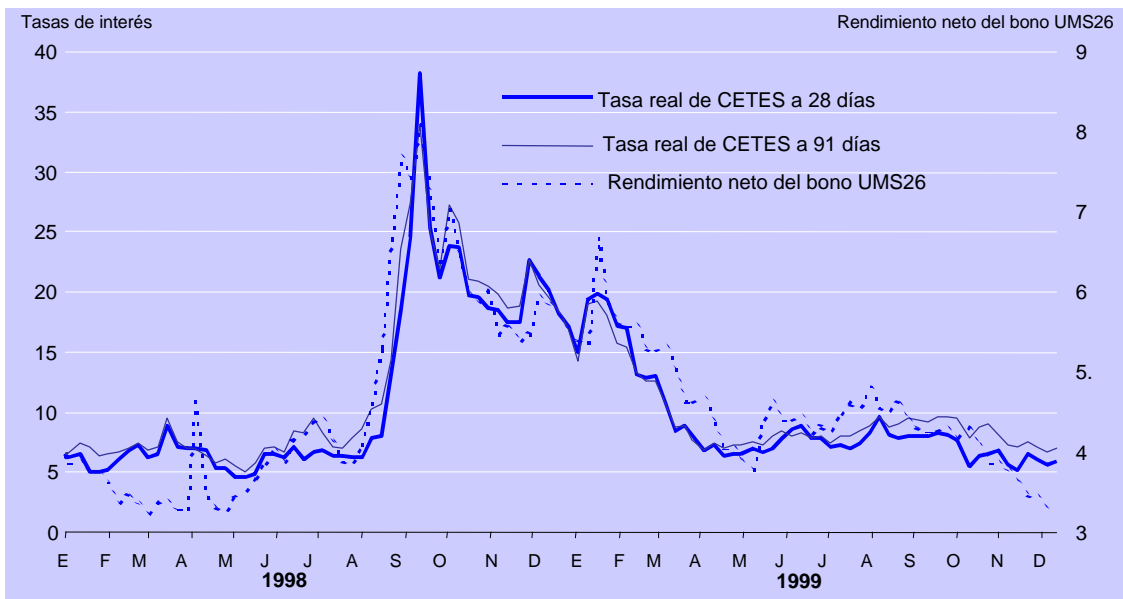


La libre determinación de las tasas de interés en moneda nacional ha permitido que estas disminuyan correlativamente con la reducción de las expectativas de inflación, de la inflación observada y del riesgo país. A este respecto, cabe ser muy enfático: la caída de las tasas de interés no ha sido consecuencia de un relajamiento de la política monetaria. Ello se hubiera reflejado inmediatamente en una depreciación del tipo de cambio, lo cual, como es sabido, no ha ocurrido. Lo anterior puede constatarse claramente en la Gráfica 11, en donde se muestra que durante 1999 el descenso de las tasas de interés estuvo asociado, primero, con una apreciación del tipo de cambio y, posteriormente, con un comportamiento estable de la cotización de la moneda nacional. La Gráfica 12 permite verificar cómo el descenso de las tasas de interés reales en moneda nacional estuvo estrechamente asociado con la reducción del riesgo país (medido por el rendimiento del bono UMS 26). Por su parte, el ajuste a la baja de los indicadores de riesgo país refleja una más propicia percepción de los inversionistas respecto de la vulnerabilidad de la economía.

Gráfica 12

**Tasa de Interés Real a 28 y 91 días y Rendimiento Neto del Bono UMS26\***

( En por cientos )



Fuente: Banco de México.

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

Como se ha dicho, los favorables acontecimientos externos de 1999 tuvieron un impacto positivo sobre el mercado cambiario. La apreciación y estabilidad del tipo de cambio conjuntamente con la instrumentación de una política monetaria restrictiva se reflejaron, en primer lugar, en los precios de los bienes comerciables. Posteriormente, tuvo lugar una revisión a la baja de las expectativas de inflación y durante los últimos dos trimestres del año la variación del índice de precios de los bienes no comerciables mostró ya una tendencia decreciente. Finalmente, en los últimos meses de 1999 fue también posible distinguir un ligero descenso en los incrementos salariales contractuales. Esta secuencia de eventos demuestra que con un régimen de flexibilidad cambiaria, la aplicación persistente de una política monetaria restrictiva afecta con diferentes rezagos la determinación de los precios. Así, después de un período prolongado de desinflación se logra un proceso homogéneo de comportamiento de los precios que no genera distorsiones en los precios relativos de la economía.

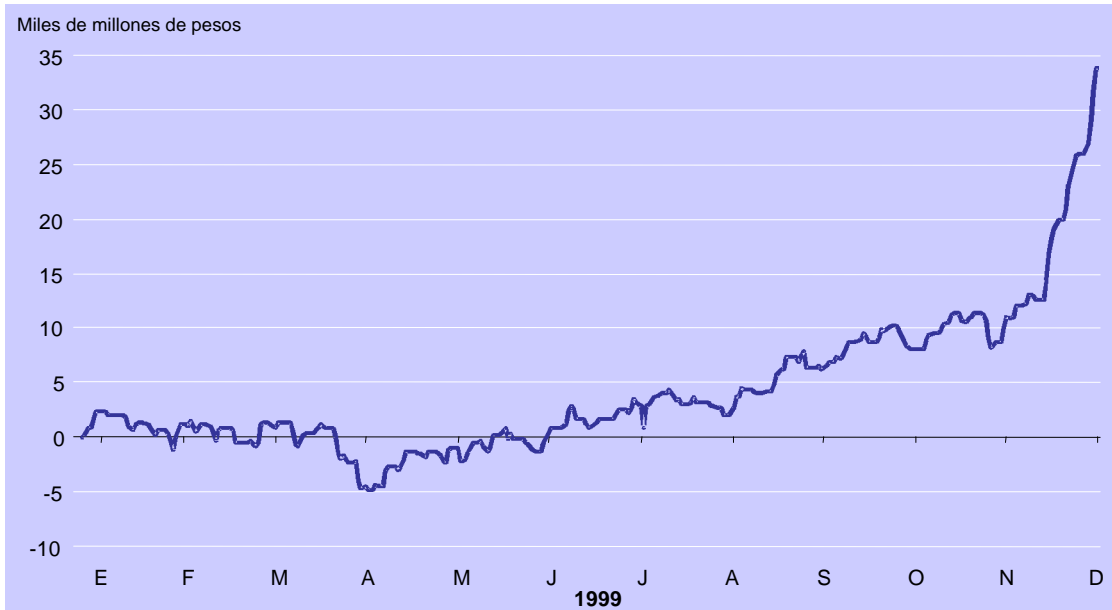
**III.2. Evolución de la Base Monetaria**

El otro fenómeno que ha llamado la atención de los analistas financieros durante los meses recientes es el crecimiento de

la base monetaria. A partir de junio de 1999 la trayectoria de la base monetaria fue más elevada que la proyectada al inicio de ese año. Con el paso del tiempo la diferencia entre lo observado y lo programado se fue ampliando de manera progresiva hasta alcanzar un monto de 33,829 millones de pesos al 31 de diciembre, lo cual representa una desviación de 21.8 por ciento.

Gráfica 13

### Desviaciones del Saldo Diario Observado de la Base Monetaria Respecto del Pronóstico



El crecimiento no anticipado de la base monetaria corresponde a un fenómeno de demanda. Al efecto, conviene analizar la evolución de la base monetaria tanto por el lado de sus usos (demanda) como de sus fuentes (oferta).

Por el lado de sus usos, dicho agregado está conformado por los billetes y monedas en circulación y por los recursos que el sistema bancario mantiene en depósito en el Banco Central. Dado el régimen de encaje promedio cero vigente en la actualidad, los bancos no tienen obligación ni incentivos para mantener saldos positivos en sus cuentas corrientes con el Banco de México. Consecuentemente, en el supuesto caso de que el Instituto Central hubiera expandido arbitrariamente la base monetaria y esa expansión no hubiera estado correspondida por una mayor demanda de billetes y monedas, el saldo consolidado de los depósitos bancarios en el propio Instituto Central hubiera sido continuamente positivo. Ciertamente, ello habría reflejado un exceso de oferta de dinero en la economía. Sin

embargo, como es evidente de los datos de la última columna del Cuadro 4, durante 1999 lo anterior no sucedió.

Cuadro 4

**Oferta y Demanda de Base Monetaria**

Saldos en millones de pesos

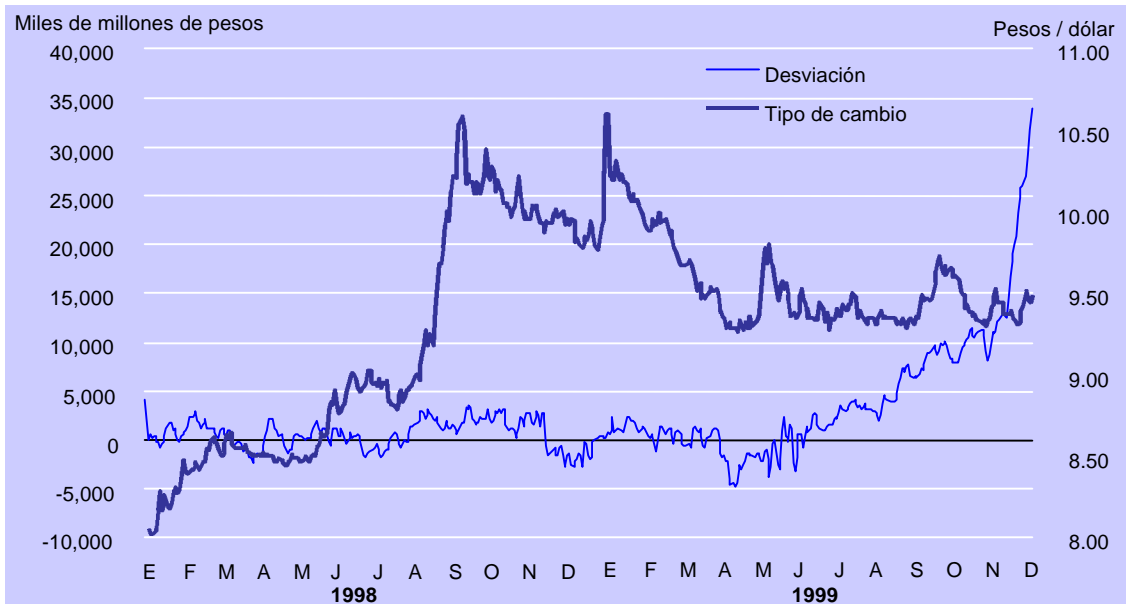
	Componentes de la Oferta de Base Monetaria		Base Monetaria	Componentes de la Demanda de Base Monetaria	
	Crédito Interno Neto	Activos Internacionales Netos		Billetes y Monedas en Circulación	Depósitos Bancarios
	(1)	(2)	(1)+(2)= (3) = (4)+(5)	(4)	(5)
<b>1998</b>					
Diciembre	-100,836	232,364	131,528	131,109	419
<b>1999</b>					
Enero	-116,387	237,985	121,598	121,598	0
Febrero	-118,552	237,333	118,781	118,703	78
Marzo	-102,727	227,372	124,645	124,616	29
Abril	-106,382	224,636	118,254	118,254	0
Mayo	-120,339	242,527	122,188	122,188	0
Junio	-118,250	240,214	121,964	121,794	170
Julio	-112,963	240,241	127,278	127,278	0
Agosto	-124,709	250,234	125,525	125,463	62
Septiembre	-121,219	248,653	127,434	127,434	0
Octubre	-121,162	255,204	134,042	133,979	63
Noviembre	-115,201	255,489	140,288	140,288	0
Diciembre	-71,350	260,068	188,718	188,718	0

El Instituto Central puede generar un exceso de oferta de billetes y monedas solamente estableciendo un objetivo positivo de saldos acumulados, esto es mediante la aplicación de un “largo”. Al respecto, es pertinente recordar que en el transcurso de 1999 el Banco de México operó todo el tiempo con un objetivo negativo para el saldo acumulado de las cuentas que lleva al sistema bancario. Es decir, en ningún momento el Instituto Central inyectó al mercado mayor liquidez que la estrictamente necesaria para satisfacer la demanda de billetes y monedas. Más aún, al haber mantenido durante el año un “corto” de 160 millones de pesos, el Banco de México obligó al sistema bancario a generar un sobregiro en las cuentas que las instituciones de crédito mantienen en el Instituto Central. Esta fracción de la demanda de base monetaria fue satisfecha a tasas de interés muy superiores a las de mercado.

De haberse generado deliberadamente un sobrante de oferta de base monetaria en 1999, éste se hubiese reflejado en el comportamiento de los mercados financieros. En particular, los agentes económicos hubiesen deseado deshacerse del exceso de billetes y monedas adquiriendo activos denominados en moneda extranjera, causando así una depreciación del tipo de cambio. Como

se aprecia en la Gráfica 14, la ampliación de la brecha entre la evolución observada de la base monetaria y la programada difícilmente puede asociarse con depreciaciones del tipo de cambio.

**Gráfica 14** Desviaciones de la Base Monetaria y Tipo de Cambio



En la medida en que la desviación de la base monetaria con respecto a su pronóstico no fue el resultado de una política monetaria expansionista por parte del Banco Central, el análisis debe enfocarse a aclarar dos cuestiones. Primero, a evaluar cuáles pueden haber sido los factores explicativos del aumento de la demanda de base monetaria. Segundo, a determinar si algunos de éstos indican o sugieren la posibilidad de que la autoridad monetaria haya acomodado una demanda de dinero congruente con un patrón de inflación superior al deseado. Únicamente en este último caso la autoridad monetaria debería haber restringido aún más la política monetaria. Ello, de acuerdo con lo establecido en el programa monetario para 1999, en el cual se especificó lo siguiente:

*Como en años pasados, la trayectoria de la base monetaria en 1999 servirá principalmente como referencia para el caso en que se presenten desviaciones importantes entre lo observado y lo programado. El Banco de México evaluará dichas desviaciones, y sólo en caso de que éstas respondan a circunstancias que impliquen presiones inflacionarias adicionales, será de esperarse que se restrinja la política monetaria.*

A continuación se identifican los factores que generaron un aumento no anticipado de la demanda de base monetaria durante el segundo semestre de 1999:

- (a) el crecimiento económico, el empleo y los salarios reales resultaron superiores a los previstos en el momento de elaborar el pronóstico original de la demanda de base monetaria. Destaca en particular la diferencia entre el crecimiento real de la economía que se estima fue de aproximadamente 3.7 por ciento en 1999 y el supuesto original de 3 por ciento;
- (b) un entorno más favorable que el anticipado ocasionó que las tasas de interés fuesen menores que las supuestas. Esto redujo el costo de oportunidad de mantener saldos reales y por ende aumentó su demanda;
- (c) la promoción por parte del Banco de México de un mayor uso del billete de 500 pesos. Este intento dio lugar a un ajuste en el manejo de la caja de los bancos y de los establecimientos comerciales y a una mayor demanda de base monetaria por el público;
- (d) una mayor preferencia del público por la utilización de billetes y monedas como medio de pago respecto a las cuentas de cheques. Esto se debe, en parte, al menor rendimiento que en los últimos meses ha ofrecido ese tipo de cuentas;
- (e) como es usual en años electorales, los gastos relacionados con las campañas políticas conllevan la transformación de depósitos bancarios en billetes y monedas, ya que los partidos políticos necesitan efectivo para realizar una diversidad de pagos. En 1999 se adelantaron las campañas y precampañas presidenciales de varios partidos;
- (f) durante las últimas semanas del año se generó un aumento de la demanda de billetes y monedas ocasionado por la incertidumbre sobre el grado de preparación de los bancos para hacer frente al problema computacional del fin del milenio. En el programa monetario para 1999<sup>3</sup> se advirtió sobre dicha contingencia y se aclaró que ésta no había sido incluida en el cálculo de la trayectoria de la base monetaria debido a que no se contaba con elementos sólidos y suficientes para su estimación. La extraordinaria disminución del saldo de billetes y monedas en

---

<sup>3</sup> Política Monetaria: Programa para 1999, enero de 1999, página 44.

circulación que ha tenido lugar durante las primeras dos semanas del año 2000 avala la relevancia de esta hipótesis<sup>4</sup>; y

- (g) la subestimación por parte del Banco de México del proceso de remonetización que está teniendo lugar en la economía mexicana.

Profundizando respecto a este último punto, cabe destacar que durante 1999 la remonetización respondió a dos fenómenos. En primer lugar, a que continuó el proceso de remonetización iniciado en 1997, una vez que la inflación retomó una clara tendencia descendente. En este sentido, como se aprecia en la Gráfica 15a, la proporción de billetes y monedas a PIB registrada en 1998 y en 1999 resultó menor que la observada en 1991 y 1992, cuando se presentaron niveles similares de inflación. En la Gráfica 15b se muestra la relación entre la tasa de inflación anual y el cociente de billetes y monedas a PIB para el periodo 1994-1999. Ahí se puede apreciar que el proceso de remonetización sólo comienza una vez que el descenso de la tasa de inflación se ha consolidado. Además, en dicha gráfica se hace patente que los episodios de desmonetización son significativamente más rápidos que los de remonetización. Por tanto, en la medida en que se consolide el proceso desinflacionario será razonable esperar que dicho cociente continúe creciendo.

En segundo lugar, durante los dos últimos trimestres de 1998 tuvo lugar una caída importante de los saldos reales de billetes y monedas en circulación. Esto se explica por los efectos de la crisis financiera internacional sobre las principales variables financieras: las tasas de interés y el tipo de cambio. En consecuencia, una vez que se restableció el orden en dichos mercados la demanda de dinero comenzó a regresar a niveles más normales.

Los anteriores dos factores eran muy difíciles de predecir y resultaron subestimados al momento de realizar el pronóstico para 1999 de la trayectoria de la base monetaria.

---

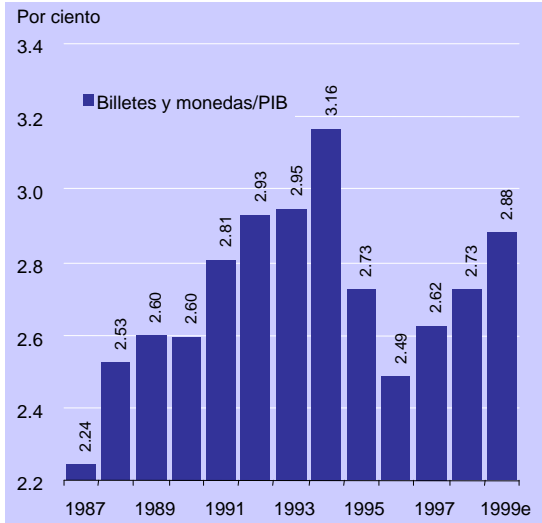
<sup>4</sup> En el apéndice de este documento se presenta en detalle la evolución de la base monetaria durante las primeras semanas del año.



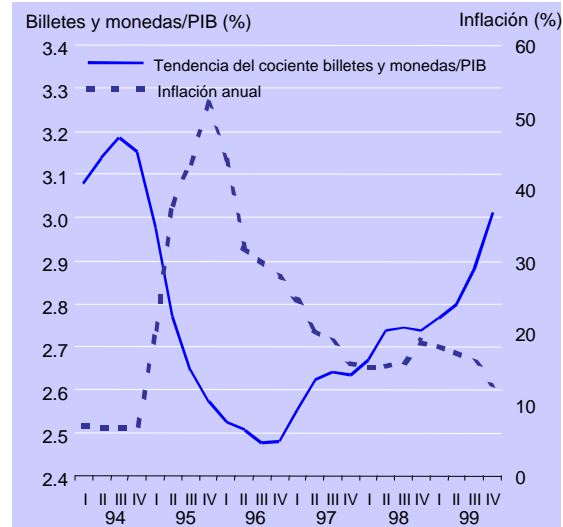
Gráfica 15

**Billetes y Monedas en Circulación como Proporción del PIB e Inflación\***

**15a) Billetes y monedas en circulación como proporción del PIB**



**15b) Billetes y monedas en circulación como proporción del PIB e inflación**



\*Los saldos de billetes y monedas en circulación de la gráfica 5a corresponden al promedio anual.  
Fuente: Banco de México.

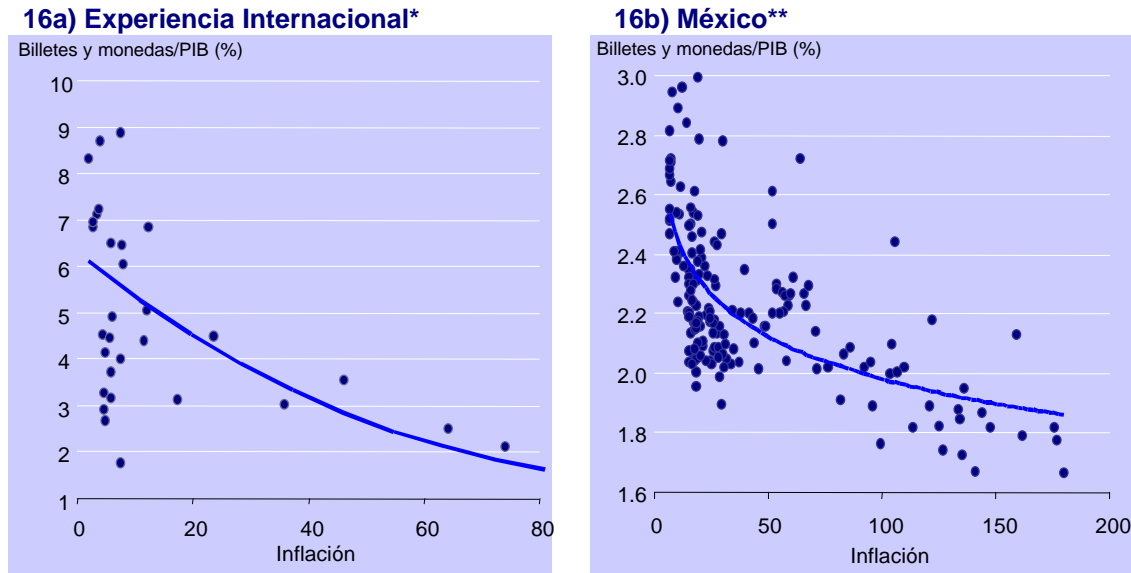
Finalmente, vale la pena comentar que la experiencia internacional y nacional avala de manera contundente el argumento de remonetización expuesto anteriormente. En la Gráfica 16a se presenta la relación negativa que existe entre la razón de billetes y monedas a PIB y la tasa de inflación para una muestra de 35 países. En la Gráfica 16b se presenta la misma relación para México. En estas gráficas también es posible detectar que los procesos de remonetización se intensifican al alcanzarse niveles de inflación bajos y que la relación entre el grado de monetización de una economía y la tasa de inflación está sujeta a un grado importante de incertidumbre.

Los factores mencionados explican los aumentos que ha experimentado la demanda de billetes y monedas y los cuales son atribuibles a fenómenos reales y, por ende, no inflacionarios. Por otra parte, está el importante hecho de que la evolución de la inflación en 1999 fue congruente con el objetivo de 13 por ciento, por lo que el patrón de comportamiento de la demanda de billetes y monedas no fue determinado por una inflación mayor que dicha meta.

Sin embargo, cabe examinar si el crecimiento de la demanda de billetes y monedas podría estar indicando una expansión acelerada de la demanda agregada, que en el futuro pudiese dificultar el

abatimiento de la inflación e inducir un deterioro de las cuentas externas.

**Gráfica 16 Billetes y Monedas en Circulación como Proporción del PIB e Inflación**



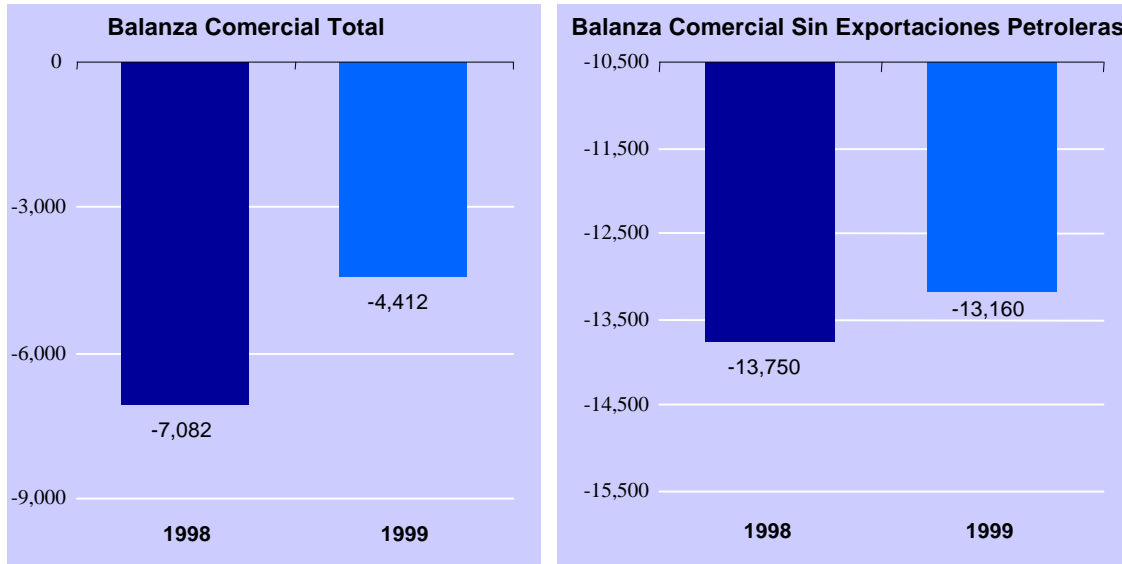
\* Muestra anual de 35 países para el periodo 1980-1998.  
 \*\* Muestra mensual para el periodo 1985-1999.

Es indudable que dado el grado de apertura comercial de la economía mexicana, un exceso de demanda agregada se reflejaría en primera instancia en una ampliación del déficit de la balanza comercial. Al analizar el comportamiento en 1999 de este déficit, se observa en los primeros once meses de ese año una disminución de 38 por ciento en su nivel con respecto al del mismo lapso de 1998. En relación con lo anterior, conviene destacar los resultados del ejercicio que se presentan en la gráfica 17: si se aísla el efecto positivo del incremento del precio del petróleo sobre el saldo comercial no se comprueba que el déficit de la balanza comercial sin petróleo haya aumentado de 1998 a 1999; de hecho, en el periodo enero-noviembre de 1999 éste se redujo. Aunque en el último trimestre de 1999 se registraron aumentos importantes en el déficit comercial, su saldo está asociado a un déficit en cuenta corriente fácilmente financiable. En suma, en lo que respecta a las cuentas externas del país no se advierten indicios de presiones de demanda agregada incompatibles con los objetivos de desinflación planteados.

Gráfica 17

## Saldo de la Balanza Comercial: 1998-1999\*

Millones de dólares



\* Enero-noviembre de cada año

Un componente de la demanda agregada que se fortaleció a lo largo de 1999 fue el consumo privado. En el tercer trimestre del año la tasa de crecimiento anual de dicho agregado resultó de 4.2 por ciento, variación superior a la de los tres trimestres precedentes. Sin embargo, dicha tasa de crecimiento fue inferior a la correspondiente al PIB, por lo que es viable suponer que en 1999 el ahorro privado como proporción del producto haya aumentado. Por tanto, parece dudoso el argumento de que el crecimiento del consumo pudiera estar generando un aumento de la demanda agregada capaz de poner en riesgo el abatimiento buscado de la tasa de inflación.

Otro rubro importante de la demanda interna que en 1999 mostró altibajos en su evolución y que, de hecho, en septiembre perdió dinamismo fue la Inversión Fija Bruta. En dicho mes ese agregado registró un crecimiento anual de 2.2 por ciento con relación a su nivel del mismo mes del año anterior, tasa inferior a sus respectivas de 3.9, 5.9 y 5.4 por ciento del primer trimestre, segundo trimestre y el bimestre julio-agosto de 1999. Se estima que para 1999 el crecimiento promedio de este rubro haya sido de aproximadamente 5.5 por ciento, lo que tampoco es indicativo de presiones excesivas de demanda agregada.

Por su parte, si bien el crédito bancario al consumo y a la actividad empresarial muestra en 1999 una menor contracción que en años previos, dicho financiamiento aún presenta tasas de crecimiento reales negativas de magnitud importante. Así, difícilmente puede

argumentarse que el financiamiento bancario haya propiciado presiones de demanda agregada.

El componente de la demanda agregada que mayor dinamismo mostró en 1999 fue el de las exportaciones de bienes y servicios. La fortaleza de dicho rubro se explica principalmente por el importante avance de la economía de los Estados Unidos y por la expansión del sector exportador de nuestro país. El valor de las exportaciones de mercancías mostró en 1999 un significativo repunte con relación a su nivel de 1998, y ello es atribuible no sólo al aumento en el valor de las exportaciones petroleras sino también, y principalmente, al incremento en el valor de las no petroleras. La estimación es que en el lapso enero-noviembre de 1999 estas últimas crecieron 15.2 por ciento. Debido a la importante cuantía de las inversiones que se han realizado en este sector y a la utilización de insumos importados en la producción de exportaciones, la expansión aludida no se ha enfrentado con restricciones de oferta importantes.

Por último, aunque la tasa de desempleo se encuentra en niveles históricamente bajos, hay que reconocer que el nivel de subempleo en México es todavía elevado. Ello quiere decir que la reciente expansión económica también se ha visto alimentada por los trabajadores que han pasado de empleos con baja productividad en el sector informal a empleos formales con mayor remuneración y productividad.

Con base en todos los factores mencionados, la evidencia disponible indica que la desviación ocurrida en 1999 de la base monetaria con respecto a su trayectoria pronosticada no respondió a circunstancias que implicaran presiones inflacionarias incompatibles con los objetivos propuestos. Sin embargo, dados el crecimiento atípico de dicha variable durante 1999 y la dificultad de predecir la magnitud y velocidad del proceso de remonetización en un contexto de menor inflación y mayor confianza, es conveniente continuar realizando un seguimiento constante de su evolución. La autoridad monetaria se mantendrá alerta y reaccionará con oportunidad cuando las diferencias entre lo observado y lo pronosticado estén claramente asociadas con fenómenos que indiquen la presencia de presiones inflacionarias en conflicto con el logro de los objetivos de desinflación.

El cumplimiento del programa monetario para 1999 puede ser también evaluado a la luz de la evolución de los activos

internacionales netos y del crédito interno neto. A ellos se refiere la sección siguiente.

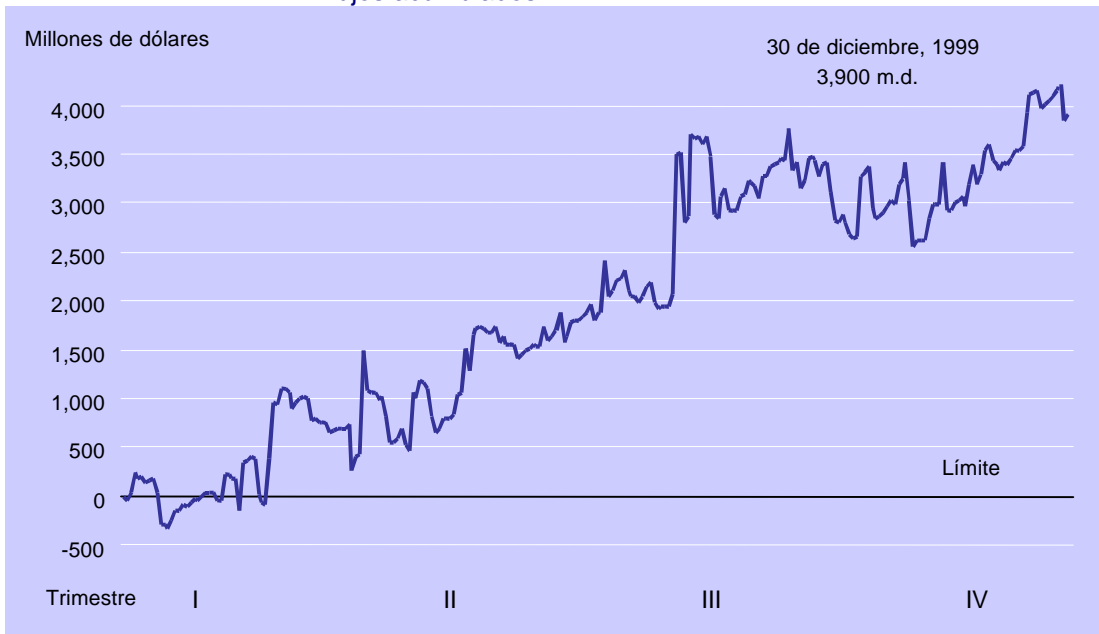
### III.3. Evolución de los Activos Internacionales Netos y del Crédito Interno Neto

Del 31 de diciembre de 1998 al cierre de 1999, los activos internacionales netos crecieron 3,900 millones de dólares. Este incremento fue superior a la meta correspondiente incluida en el programa monetario, la cual fue de al menos no desacumular activos internacionales netos.

**Gráfica 18**

#### Activos Internacionales Netos en 1999

Flujos acumulados\*



\*La acumulación es a partir del inicio del año.  
Fuente: Banco de México.

La acumulación de activos internacionales netos fue el resultado de los siguientes factores:

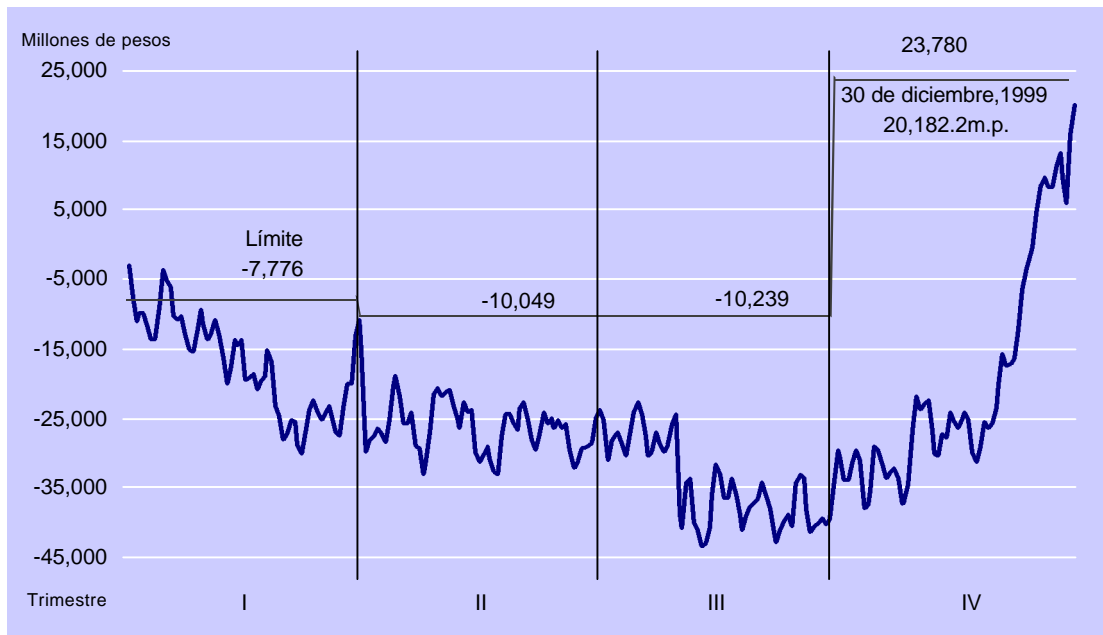
- (a) ingresos netos por operaciones con Pemex por 7,421 millones de dólares;
- (b) ingresos netos por operaciones con las instituciones de crédito por 1,820 millones de dólares, provenientes del ejercicio de las opciones (2,225 millones) menos las divisas entregadas a través del mecanismo de ventas automáticas en subasta (405 millones);

- (c) ingresos netos provenientes de depósitos de fideicomisos por 50 millones de dólares;
- (d) egresos por ventas netas de divisas al Gobierno Federal por 6,415 millones de dólares; y
- (e) resultado neto positivo de 1,024 millones de dólares por otras operaciones, incluidos los rendimientos generados por los activos internacionales netos.

El crédito interno neto se define como la diferencia entre el saldo de la base monetaria y el de los activos internacionales netos. En consecuencia, la evolución de ese concepto se explica por el comportamiento tanto de la base monetaria como de los activos internacionales netos.

Debido a que la acumulación de reservas internacionales resultó mayor que la prevista, ello más que compensó el crecimiento no anticipado de la demanda de base monetaria. En consecuencia, los límites establecidos para las variaciones del crédito interno neto se respetaron al cierre de todos los trimestres de 1999.

**Gráfica 19** **Crédito Interno Neto en 1999**  
Flujos Acumulados\*



\*La acumulación es a partir del inicio del año.  
Fuente: Banco de México.

## **IV. Programa Monetario para el Año 2000.**

---

### **IV.1 Perspectivas para el Año 2000**

---

El dinamismo de la economía mexicana durante los últimos trimestres de 1999 y un entorno externo relativamente favorable, permiten anticipar que en el año 2000 continuará la expansión iniciada en 1996. Así, la combinación de dichos factores con la aplicación de políticas fiscal y monetaria prudentes, hacen razonable esperar para el año 2000 un crecimiento real del PIB de 4.5 por ciento, una reducción de la inflación y la continuación de la creación de empleos que se ha venido logrando desde diciembre de 1995. Con respecto a la evolución de la cuenta corriente, se espera un déficit de aproximadamente 3.1 por ciento del PIB. Este nivel es congruente con la disponibilidad esperada de recursos externos de largo plazo, principalmente inversión extranjera directa.

#### **IV.1.1. Entorno Externo**

---

En 1999, el entorno internacional relevante para la evolución de la economía mexicana fue significativamente más propicio que el que prevaleció en el segundo semestre de 1998. Así, en el transcurso de 1999 se disipó el temor de una recesión global y, a partir de la segunda parte de ese año, la mayoría de las economías emergentes perjudicadas por las crisis recientes ya registró tasas positivas de crecimiento económico.

Por otra parte, la fortaleza del precio del petróleo y la estabilidad de los precios de otras materias primas han tenido un impacto positivo sobre la economía mexicana y también sobre otros mercados emergentes. Asimismo, el crecimiento económico mundial, en particular el de los Estados Unidos, ha sido mayor que el anticipado.

La convergencia de todos los elementos mencionados augura un entorno razonablemente favorable para el año 2000. Sin embargo, el panorama internacional está aún sujeto a un grado considerable de incertidumbre. Por esta razón, a continuación se detallan, en primer lugar, las perspectivas para el año 2000 de las

principales variables externas que influirán sobre el desempeño de la economía mexicana. En segundo lugar, se identifican los factores de riesgo más importantes que pueden incidir sobre los pronósticos anteriores. Finalmente, se esbozan algunos acontecimientos internos que, de materializarse, podrían influir sobre la evolución de la economía durante el año.

La situación actual en los mercados petroleros indica que si bien para el año 2000 se puede prever un descenso en la cotización de la mezcla mexicana, su precio promedio podría estar alrededor del supuesto incorporado en el presupuesto público para el año. Al mismo tiempo, se espera que la plataforma de exportación permanezca constante.

Cuadro 5

**Economía Mundial: Selección de Indicadores**

	1998	1999e	2000p
<b>Crecimiento económico</b>			
<b>mundial (%)</b>	<b>2.5</b>	<b>3.0</b>	<b>3.5</b>
<b>Principales países industrializados</b>	<b>2.2</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>
Estados Unidos	3.9	3.7	2.6
Japón	-2.8	1.0	1.5
Alemania	2.3	1.4	2.5
Francia	3.2	2.5	3.0
Reino Unido	2.2	1.1	2.4
Canadá	3.1	3.6	2.6
<b>Países en desarrollo</b>	<b>3.2</b>	<b>3.5</b>	<b>4.8</b>
Asia	3.7	5.3	5.4
Medio Oriente y Europa	3.2	1.8	3.1
América Latina y Caribe	2.2	0.1	3.9
<b>Crecimiento del comercio</b>			
<b>mundial (%)</b>	<b>3.6</b>	<b>3.7</b>	<b>6.2</b>
<b>Importaciones de países industrializados</b>	<b>4.8</b>	<b>5.9</b>	<b>5.9</b>

e Estimado

p Proyectado

Fuente: "World Economic Outlook", FMI, Octubre de 1999

En lo que concierne a la actividad económica mundial para el año 2000, se espera que ésta registre un aumento significativo en su ritmo de crecimiento, fincado principalmente en la recuperación que se vislumbra de las economías de los países en desarrollo. En cuanto a las economías industrializadas, la expectativa es que la desaceleración esperada en los Estados Unidos y Canadá se vea compensada por un mayor crecimiento en Japón y las naciones de Europa. Así, el escenario descrito podría dar lugar a un incremento modesto del precio de las materias primas no petroleras, lo que tendría un impacto positivo, aunque marginal, sobre las exportaciones de México.



El crecimiento económico de los Estados Unidos durante 1999 excedió todas las expectativas. En caso de continuar durante el año 2000, el ciclo expansivo sería el más prolongado en la historia económica de ese país. Aunque las altas tasas de crecimiento experimentadas en el pasado reciente por el principal socio comercial de México se sustentan en un importante aumento de la inversión y en ganancias notables en materia de productividad, la opinión mayoritaria de los analistas indica que en el futuro próximo podría presentarse una desaceleración. Respecto de ello, la expectativa es que en el transcurso del año 2000 se presente dicha corrección de manera suave y que la tasa de crecimiento correspondiente se ubique al cierre del año entre 2.6 y 3.1 por ciento. Una de las implicaciones de esta situación sobre la economía mexicana sería que el ritmo de incremento de las exportaciones podría ser más lento.

En el aspecto financiero, un factor que previsiblemente contribuirá durante el año 2000 al crecimiento económico de México será el aumento anticipado de los flujos netos de capital privado hacia Latinoamérica. Ello, a pesar de la previsión de que dichos flujos seguirán siendo relativamente limitados, en particular los de cartera. Al respecto, es de esperarse que dicho fenómeno se vea reflejado en condiciones de endeudamiento externo más propicias para México, tanto para el sector público como para el privado.

Cuadro 6

**Flujos Netos de Capital Privado a Economías Emergentes<sup>1</sup>**

Miles de millones de dólares

<b>Flujo neto de capital privado</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999p</b>	<b>2000p</b>
Total	148.8	66.2	68.3	118.5
Países en desarrollo	125.8	53.0	46.7	88.8
Africa	19.4	13.2	11.7	18.3
Asia <sup>2</sup>	3.3	-44.3	-6.6	-3.3
Medio Oriente y Europa <sup>3</sup>	17.0	10.3	17.4	11.1
América Latina	86.1	73.8	47.2	62.7
Países en transición	23.1	13.2	21.6	29.7

<sup>1</sup> El flujo neto de capitales comprende inversión directa neta, inversión de cartera neta y otros flujos de inversión de corto plazo, incluidos préstamos oficiales y privados.

<sup>2</sup> Incluye a Corea, Filipinas, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán. No hay datos disponibles para Hong Kong.

<sup>3</sup> Incluye a Israel.

P Proyectado

Fuente: "World Economic Outlook", FMI, Octubre de 1999.

Un mayor flujo de inversión extranjera hacia México, especialmente directa, y altos niveles de ahorro interno contribuirán a la aceleración que se prevé de tres agregados fundamentales: la inversión privada, el consumo privado y el producto, los cuales se

espera que crezcan en el 2000 a tasas respectivas de 8, 4.1 y 4.5 por ciento.

#### **IV.1.2. Principales Factores de Incertidumbre**

---

Si bien el entorno externo descrito resulta relativamente propicio para la economía mexicana, éste se encuentra aún sujeto a un cierto grado de incertidumbre, en particular respecto al comportamiento de la economía de los Estados Unidos.

Un factor que podría incidir de manera negativa sobre el flujo de capitales hacia la economía mexicana podría ser la profundización de la restricción monetaria a nivel mundial. Durante 1999 las elevadas tasas de crecimiento y el bajo nivel de desempleo en la economía de los Estados Unidos, así como el incremento del precio del petróleo, aumentaron la probabilidad de un repunte de la inflación en aquel país. En la Unión Europea, el inicio de la fase expansiva del ciclo económico de sus principales países miembros y el comportamiento del precio del petróleo, condujeron al Banco Central Europeo a aumentar su tasa de referencia en 50 puntos base en noviembre de 1999. Toda vez que es de esperarse que los factores mencionados persistan durante el año 2000, la mayoría de los analistas anticipa un aumento gradual de las tasas de interés a nivel mundial.

El escenario en el cual la economía de los Estados Unidos muestra una corrección suave de su tasa de crecimiento de largo plazo es incierto, debido principalmente a tres razones. Primera, a que de surgir presiones inflacionarias no previstas en dicha economía, la Reserva Federal podría verse obligada a intensificar de manera drástica la restricción monetaria. Lógicamente, ello dañaría tanto el nivel de actividad como las condiciones prevalecientes en los mercados financieros internacionales. Segunda, a que también podría dificultarse el financiamiento del creciente déficit de la cuenta corriente de ese país al generarse una preocupación entre los inversionistas respecto del incremento de la deuda externa norteamericana. De materializarse el desenlace menos optimista, podría impactar la cotización internacional del dólar y conducir a presiones inflacionarias no anticipadas, induciéndose una elevación mayor de las tasas de interés. Tercera, y en el mismo sentido, a que una corrección significativa de los precios de las acciones en la bolsa de valores de los Estados Unidos, debido a un deterioro de las expectativas de los inversionistas respecto de las utilidades futuras de

las empresas, podría afectar desfavorablemente el crecimiento de la demanda agregada en ese país. Así, la consecuencia de ello podría ser que se produjese una tasa de expansión económica menor que la ahora prevista para ese país en el año 2000.

De ser válidos los anteriores escenarios, las exportaciones de México hacia los Estados Unidos sufrirían una mayor desaceleración y, por ende, el crecimiento económico del país sería menor que el pronosticado. Además, las condiciones de acceso del gobierno y del sector privado mexicanos a los mercados internacionales de capital se deteriorarían.

Un factor de riesgo adicional es la frágil situación financiera y económica de algunos mercados emergentes. Si durante el año 2000 se presentara una nueva crisis en alguno de estos mercados, la economía mexicana podría verse contaminada, como ya ha ocurrido en el pasado.

La volatilidad observada en el mercado petrolero durante los últimos años sugiere que los pronósticos para el precio del petróleo en el año 2000 son inciertos. Consecuentemente, otra fuente de riesgo para el entorno externo delineado está representada por una caída significativa de la cotización del energético. Esta posibilidad parece poco probable dado el crecimiento de la economía mundial. Sin embargo, si la economía americana se desacelerara más rápido que lo previsto, el precio del petróleo indudablemente se debilitaría.

Finalmente, los factores del ámbito interno que podrían influir negativamente sobre el desenvolvimiento económico de México son principalmente de carácter político. La ocurrencia de conflictos y actos desestabilizadores como los sucedidos durante el año de la última elección presidencial o de problemas postelectorales importantes, podría despertar dudas sobre la solidez de los avances alcanzados en materia de normalidad democrática. A su vez, estos fenómenos podrían limitar la capacidad para lograr consensos entre los diferentes actores políticos y conducir a una pérdida de confianza respecto del futuro de la economía mexicana, dañando el crecimiento y propiciando una mayor volatilidad en los mercados financieros nacionales. Obviamente, de ocurrir lo anterior se complicaría la lucha contra la inflación.

### **IV.1.3. Elementos de Fortaleza de la Economía Nacional**

---

Ante un entorno internacional incierto y debido al potencial de riesgos internos, es indispensable contar con políticas económicas flexibles y que las mismas se apliquen con gran coordinación. A este respecto, hay que destacar el mantenimiento de la disciplina fiscal lograda en los últimos cinco años. Ello, mediante el establecimiento en el año 2000 de una meta para el déficit económico del sector público de uno por ciento del PIB, lo cual redundará en apoyo del ahorro interno y de la inversión privada, evitándose la gestación de desequilibrios en la balanza de pagos. El déficit en cuenta corriente se mantiene actualmente en un nivel que se percibe como sostenible y es financiado en su mayor parte por recursos de largo plazo.

Por otro lado, cabe destacar la importancia de la cómoda estructura de las amortizaciones de la deuda externa del sector público, del programa de Fortalecimiento Financiero 1999-2000 y del nivel de las reservas internacionales. Estos factores prácticamente aseguran que en el periodo 2000-2001 los vencimientos de las obligaciones externas del país serán atendidos sin dificultad.

En lo que respecta al sistema financiero, ha tenido lugar una mejoría gradual de su solvencia y se ha avanzado en materia de supervisión y regulación. Destacan en este último aspecto las nuevas reglas de capitalización y de calificación de cartera emitidas en septiembre de 1999.

El régimen cambiario de libre flotación es otro elemento fundamental en la reducción de la vulnerabilidad de la economía mexicana ante perturbaciones de origen interno y externo. Esto, toda vez que dicho esquema inhibe la especulación en contra de la paridad del peso y limita la acumulación de desequilibrios en la balanza de pagos.

Una política monetaria comprometida con el abatimiento de la inflación contribuye al crecimiento económico, a la generación de empleos, a la recuperación del salario real y al combate de la desigualdad económica. Por estos motivos, la reducción sostenible de la inflación con el fin de alcanzar el objetivo de mediano plazo -- que es la estabilidad de los precios-- es uno de los ingredientes indispensables para lograr un entorno macroeconómico sólido.

Por todas las razones expuestas, en los años recientes, que han sido de alta volatilidad financiera, los analistas han diferenciado gradualmente a la economía de México del resto de las de América Latina. Esto se ha reflejado en la continua disminución que ha experimentado la percepción del riesgo país de México, implícita en el rendimiento de sus títulos de deuda, en comparación con los de otros países de la región. En la coyuntura actual, nuevamente los analistas económicos esperan que en el año 2000 el crecimiento de México sea uno de los más elevados en América Latina. Además, el país se encuentra preparado para enfrentar perturbaciones, tanto externas como internas, que pudieran dar lugar a inestabilidad financiera y cambiaria en el periodo que culmina con el cambio de la administración federal.

Cuadro 7

### Expectativas de los Principales Indicadores Macroeconómicos para algunas Economías de América Latina

	2000			
	Crecimiento del PIB real (%)	Inflación al consumidor (%)	Balance Fiscal (% PIB)	Cuenta Corriente (% PIB)
México (CGPE)	4.50	10.00	-1.00	-3.10
México (mercado)	4.38	10.77	-1.14	-3.36
Argentina	2.97	0.40	-1.76	-4.58
Brasil	3.00	6.90	-4.28	-3.90
Chile	5.27	3.78	-0.52	-3.26
Colombia	2.50	9.75	-3.86	-2.72
Ecuador	0.60	47.50	-3.33	-1.05
Perú	3.62	4.87	-1.46	-4.46
Venezuela	2.17	23.25	-3.32	1.68

Fuente: SHCP, Criterios Generales de Política Económica (CGPE) y promedios de J.P. Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Deutsche Bank, Credit Suisse y Salomon Smith Barney.

## IV.2. Objetivo del Programa

Conforme al mandato legal del Banco de México, el objetivo prioritario de la política monetaria es procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. Pese a que en 1999 se logró una inflación menor que el objetivo, como puede verse en el Cuadro 3 la tasa esperada de crecimiento del nivel general de precios en México es una de las más altas en América Latina.

Toda vez que las acciones de política monetaria inciden con rezagos sobre la inflación y que ésta, en México, se encuentra aún en niveles elevados, la estrategia de desinflación debe trascender el horizonte inmediato y plantear un programa que conduzca en el mediano plazo a la estabilidad de precios. En congruencia con esta tesis, la Junta de Gobierno del Banco de México propuso en enero de

1999, como meta de mediano plazo para el esfuerzo de abatimiento de la inflación, la convergencia de la misma con la de los principales socios comerciales del país hacia finales del año 2003. En ese orden de ideas, con el propósito de establecer una referencia de corto plazo para esa trayectoria hacia la estabilidad de precios, el Banco de México y el Gobierno Federal acordaron en septiembre de 1999 tener como objetivo para el año 2000 una tasa de inflación que no exceda del 10 por ciento anual.

Respecto de la instrumentación del esfuerzo desinflacionario, si bien una política monetaria restrictiva es un elemento indispensable en la lucha contra la inflación, por lo general no resulta suficiente para lograr el resultado deseado a un costo socialmente aceptable. En particular, la consecución del objetivo de inflación podría verse afectada por los siguientes factores: ajustes imprevistos de los precios y tarifas públicos; incrementos salariales superiores a la suma de los aumentos en la productividad y la inflación objetivo; o la adopción de una política fiscal incongruente con el esfuerzo estabilizador de los precios. Por tanto, a fin de conseguir con el menor sacrificio social posible el abatimiento de la inflación que la sociedad demanda, la política monetaria requiere de la concurrencia de otras políticas económicas, en particular de las arriba mencionadas.

Cabe reiterar que ningún esfuerzo de estabilización de precios es sostenible sin una sana postura fiscal. Al respecto hay que destacar que la aplicación responsable de la política fiscal ha sido uno de los pilares del entorno macroeconómico y ha permitido evitar problemas de refinanciamiento, aumentar el ahorro interno y la inversión privada y minimizar la posibilidad de que se presenten desequilibrios externos. De esta manera, el manejo prudente de las finanzas públicas ha sido fundamental para propiciar un entorno económico adecuado para la aplicación de una política monetaria orientada al combate a la inflación.

Sin embargo, dada la dependencia de los ingresos fiscales respecto de los movimientos del precio del petróleo, en el pasado -- por ejemplo en 1998-- se han aplicado incrementos a los precios y tarifas de bienes y servicios públicos, como parte de las medidas para compensar los descensos de los ingresos petroleros. Es importante resaltar que no obstante los efectos de corto plazo de dichos ajustes sobre el nivel de precios, estos incrementos fueron necesarios para evitar el deterioro de las finanzas públicas, lo cual, de haber ocurrido, se hubiese traducido a la postre en una mayor inflación.

La petrolización de los ingresos públicos representa una de las deficiencias más graves que padece actualmente la estructura fiscal de México. Por consecuencia, resulta de suma importancia fortalecer las finanzas públicas a través de una reforma fiscal que reduzca la dependencia de éstas respecto de las fluctuaciones en el precio del petróleo.

La realización de una reforma fiscal de esta naturaleza podría alargar el periodo para alcanzar el objetivo de inflación de mediano plazo. Lo anterior, debido a que sería casi imposible evitar que alguno de sus componentes impactara de inmediato a los precios de los productos y servicios gravados, retrasando el proceso de desinflación. Sin embargo, al igual que en el caso del ajuste de los precios públicos, la reforma comentada fortalecería los ingresos fiscales, coadyuvando ulteriormente a la estabilidad de precios.

En cuanto a los choques externos --tales como una caída de los términos de intercambio o una contracción drástica de los flujos de capital-- éstos inducen una depreciación del tipo de cambio real de equilibrio. Lo anterior implica que los bienes comerciables internacionalmente deban encarecerse para que tenga lugar la corrección necesaria en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Una depreciación del tipo de cambio real puede darse mediante un sinnúmero de combinaciones de depreciación nominal e inflación. Lo deseable es que el ajuste se alcance con la menor depreciación nominal y con la inflación más moderada posible, a fin de minimizar los trastornos sobre la economía. En el pasado reciente, las intervenciones del Banco de México en respuesta a este tipo de perturbaciones se han enfocado a cumplir con el objetivo mencionado, mediante la aplicación de una política monetaria restrictiva. Una medida de tal corte no pretende defender un nivel específico del tipo de cambio, sino aminorar el impacto directo de dichos choques y evitar la generación de efectos secundarios que se dan por la contaminación de las expectativas inflacionarias y de la dinámica de la inflación.

Aunque las perturbaciones aludidas implican que en el plazo inmediato la inflación se desvíe respecto de sus metas, de ocurrir también obligan a la autoridad monetaria a restringir la política monetaria para lograr los objetivos de estabilidad de precios de mediano plazo. Debido a que el cumplimiento de la meta de mediano plazo está condicionada en menor medida a la ocurrencia de fenómenos transitorios, esta meta representa un punto de referencia al cual la inflación debe volver una vez disipados los efectos de los

choques mencionados. De esta manera, la ratificación del objetivo de largo plazo y las reacciones decididas y oportunas de la autoridad son acciones complementarias para evitar una revisión al alza de las expectativas de inflación. En suma, se persigue que los choques mencionados tengan tan sólo un efecto temporal sobre la inflación y pueda regresarse lo más pronto posible a la trayectoria de desinflación originalmente anunciada.

Así, con el fin de apoyar el proceso descrito, la Junta de Gobierno del Banco de México seguirá planteando al Gobierno Federal la necesidad de que sus programas económicos para el futuro sean congruentes con el objetivo de convergencia hacia la inflación de los principales socios comerciales de México para el año 2003. Consecuentemente, el objetivo para la inflación del año 2001 deberá ser significativamente inferior al resultado de inflación que se obtenga en el 2000.

De presentarse durante el año 2000 algún fenómeno capaz de generar presiones inflacionarias no anticipadas, las acciones de política monetaria se orientarán a minimizar su impacto sobre la inflación del año y al cumplimiento de la meta de mediano plazo, limitándose de esta forma el deterioro de las expectativas. De esta manera es como se consolida la estrategia de abatimiento de la inflación de mediano plazo y se evita que la política monetaria se convierta en una fuente adicional de incertidumbre para los agentes económicos.

### **IV.3. Consideraciones sobre la Conducción de la Política Monetaria**

---

En el diseño de un programa monetario orientado a reducir la inflación, resulta crucial entender el proceso que da lugar a dicho fenómeno. Cuando el banco central suministra una cantidad de dinero primario mayor que la demandada por los agentes económicos, se genera un exceso de oferta de dinero que rápidamente se traduce en inflación. Sin embargo, el Banco de México, al igual que el resto de los bancos centrales autónomos del mundo, ha cancelado explícitamente la posibilidad de que ello ocurra. El exceso referido se evita mediante una regla que establece que la operación diaria del banco central esté siempre orientada a igualar la oferta con la demanda de base monetaria. Este es precisamente, al igual que en otros años, uno de los elementos fundamentales del programa monetario para el año 2000.



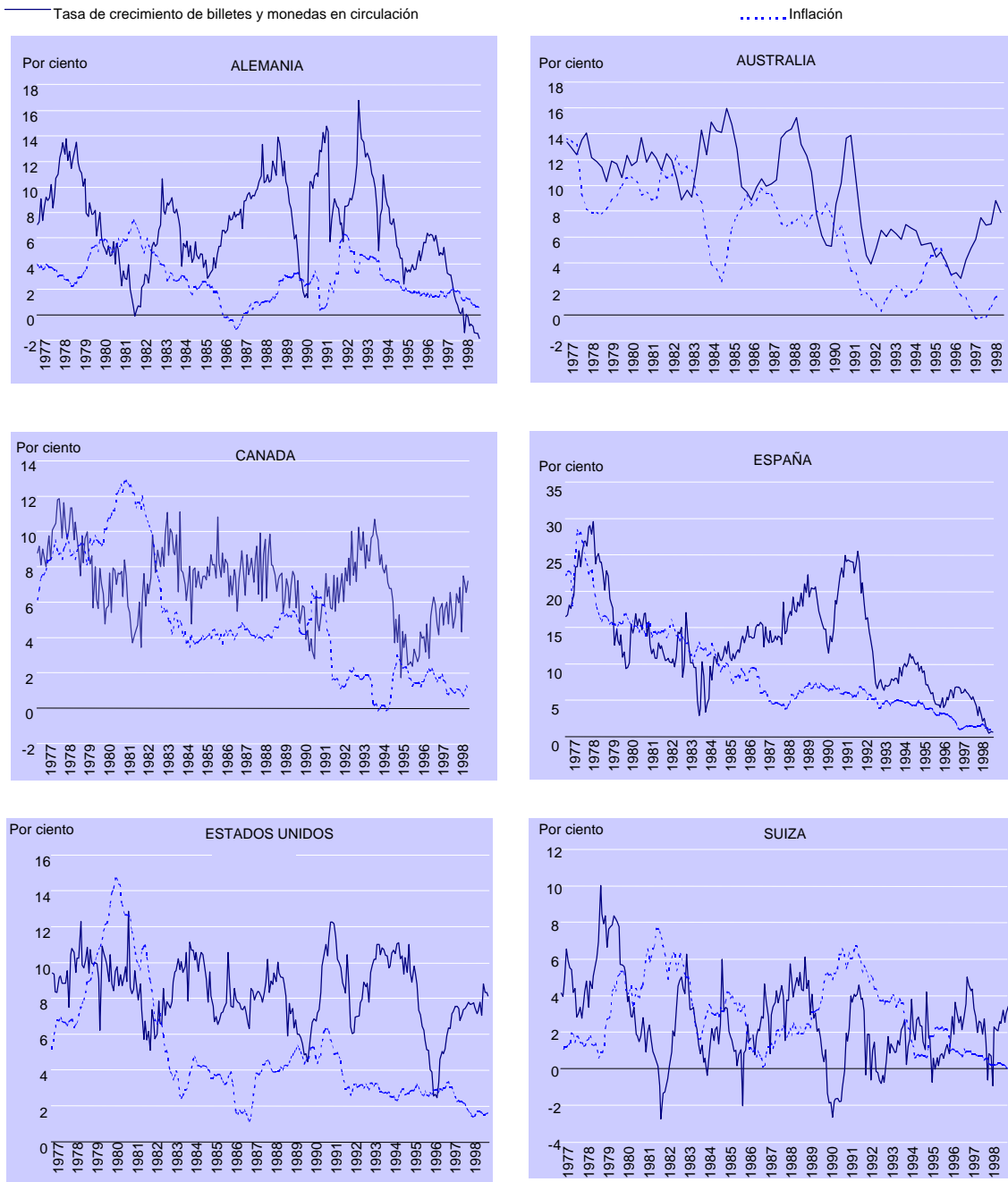
No obstante que la regla expuesta elimina la posibilidad de que el Banco de México produzca inflación a través de la creación de un exceso de oferta de base monetaria, el Instituto Central podría llegar a validar una demanda de dinero congruente con una inflación mayor que la señalada como objetivo. Este patrón de inflación podría derivarse de la evolución de ciertos factores entre los que cabe destacar los siguientes: i) los choques externos que causan depreciaciones cambiarias abruptas; ii) los incrementos inesperados de los precios administrados por el sector público; iii) el otorgamiento de incrementos salariales incompatibles con la meta inflacionaria y con las ganancias en productividad; y iv) el surgimiento de excesos de demanda agregada. De ocurrir, cada uno de estos fenómenos o todos juntos serían causa de impactos directos e indirectos sobre el nivel general de precios.

En la conducción de la política monetaria, el Banco de México debe evaluar la evolución de los factores descritos y actuar de manera oportuna en caso de detectar que la trayectoria de alguno, o varios de ellos, pueda ser conducente a niveles de inflación superiores al objetivo. Para dicha evaluación, en el pasado muchos bancos centrales recurrieron al uso de los agregados monetarios. La razón de ello es clara: si la relación entre dichas variables y el nivel de precios es suficientemente estable, un crecimiento excesivo de los agregados monetarios sería un buen indicador del surgimiento de presiones inflacionarias. Así, una vez identificadas éstas, la autoridad monetaria debería, casi de manera automática, llevar a cabo acciones de política correctivas orientadas a guiar la evolución de los agregados hacia niveles compatibles con la inflación deseada.

Sin embargo, la ausencia de una relación estable entre dichos agregados y la tasa de inflación ha empujado a la gran mayoría de los bancos centrales del mundo a reducir la importancia otorgada a la evolución de los agregados monetarios en el análisis y evaluación de las presiones inflacionarias. Por tanto, el hecho descrito ha desacreditado la utilización mecánica de estas variables para la conducción de la política monetaria. La evidencia empírica que sustenta esta decisión se presenta en la Gráfica 20, donde se muestran las tasas de crecimiento de la base monetaria y del nivel general de precios para un conjunto de países desarrollados. En dicha gráfica puede apreciarse cómo la relación comentada no ha sido estable --sobre todo en el corto plazo-- y que en varias ocasiones se ha visto que en aquellos períodos en los que la inflación disminuye, la tasa de crecimiento de la base monetaria aumenta de manera considerable.

Gráfica 20

Tasa de Crecimiento de los Billetes y Monedas en Circulación\* e Inflación: Experiencia Internacional\*\*



\*Los datos de billetes y monedas en circulación corresponden a la categoría 14-A de las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI.

\*\* Todos los datos tienen periodicidad mensual excepto en el caso de Australia, donde se utilizan datos trimestrales.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Tanto la experiencia internacional como la nacional indican que el fenómeno inflacionario es tan complejo que no puede ser anticipado con exactitud por el comportamiento de tan sólo unas

cuantas variables. Sin embargo, durante algunos periodos y bajo circunstancias particulares los agregados monetarios han cumplido, con mayor o menor éxito, su función como señal de inflación futura y del compromiso de estabilidad de precios del banco central.

Debido a que cuando se registran niveles elevados de inflación las tasas de aumento de los precios y del dinero se encuentran altamente correlacionadas, el crecimiento de la base monetaria en esas circunstancias parece ser una variable adecuada para detectar presiones inflacionarias. Por esta razón, a partir de 1995 los programas monetarios del Banco de México han incluido una estimación del crecimiento anual de la base monetaria. Además, desde 1997 se ha publicado el pronóstico de la trayectoria diaria de la base monetaria congruente con el objetivo de inflación para el año y con los supuestos utilizados para la realización de dicho pronóstico.

En la práctica, el Banco de México compara cotidianamente la evolución de la base monetaria con la trayectoria que, en principio, se ha estimado compatible con el objetivo de inflación para el año. Sin embargo, dicha trayectoria es muy difícil de precisar *a-priori* debido a las siguientes causas: i) a que la relación entre la inflación y la base monetaria puede cambiar con el tiempo; ii) a que los supuestos básicos para pronosticar la demanda de base monetaria en un año (referentes al crecimiento del PIB y la evolución de las tasas de interés) pueden no materializarse; iii) a que la relación entre la demanda de base monetaria y las variables que explican su evolución también puede modificarse con el tiempo y iv) a fenómenos que redundan en variaciones transitorias en la preferencia del público por efectivo. Es debido a las anteriores razones que el Banco de México debe evaluar continuamente las diferencias que puedan presentarse entre el pronóstico de la base monetaria y su evolución observada, así como analizar otros indicadores que proporcionan información sobre el curso futuro de la inflación. Estos últimos son los siguientes: las expectativas de inflación, los salarios, el tipo de cambio y la relación entre demanda y oferta agregadas.

En la medida en que la inflación disminuye, la relación entre dinero y precios se vuelve más incierta dando lugar a situaciones como la ocurrida durante 1999. Como es sabido, mientras que a lo largo de la última parte de ese año el crecimiento de la base monetaria se aceleró, al mismo tiempo se registró un descenso significativo de la tasa de inflación. Tal desconexión pone de manifiesto que los movimientos en el crecimiento de la base monetaria proporcionan información imprecisa sobre la evolución de

la inflación presente y futura. Por esta razón es que en tiempos recientes se ha reducido la utilidad de la trayectoria de la base monetaria como indicador confiable de la existencia de presiones inflacionarias. En consecuencia, el análisis de dichas presiones debe basarse en un estudio cuidadoso de una serie de indicadores que proporcionan información sobre el fenómeno inflacionario.

Con el fin de otorgar a los participantes en los mercados financieros mayores elementos de juicio para evaluar las acciones de la autoridad monetaria, la Junta de Gobierno considera conveniente ampliar los mecanismos de comunicación con el público mediante la publicación de un informe trimestral de inflación. En dicho informe se detallará la evolución de la inflación, se analizarán los factores que la explican y se evaluará la aplicación de la política monetaria durante el periodo correspondiente. De esta manera, la conducción de la política monetaria en México continuará avanzando en su transición hacia un esquema de objetivos explícitos de inflación.

#### **IV.4. Elementos del Programa Monetario**

---

El programa monetario para el año 2000 se sustenta en tres elementos fundamentales: el primero, que es de índole operativa, está orientado a garantizar que, como norma general, el Instituto Central no creará ni excesos ni faltantes de base monetaria. El segundo responde a la finalidad de otorgar a la autoridad monetaria la flexibilidad necesaria para reaccionar ante presiones inflacionarias que resulten incongruentes con la meta de inflación. El tercero busca reforzar los mecanismos de comunicación con los agentes económicos.

Al igual que en ocasiones anteriores, la Junta de Gobierno establece como uno de los elementos fundamentales del programa monetario para el año 2000, una regla de operación básica orientada a ofrecer la mayor seguridad de que este Instituto Central no creará ni excesos ni faltantes de oferta de base monetaria. Así, el Banco de México reitera que, como norma general, ajustará diariamente la oferta de dinero primario, de forma tal que ésta corresponda con su demanda y suministrando los recursos a la tasa que prevalezca en el mercado. Cualquier desequilibrio en la liquidez que resulte de errores en la estimación diaria de la demanda de base monetaria, será corregido de inmediato mediante las operaciones que el Banco Central lleva a cabo en el mercado monetario.

En términos técnicos, este criterio equivale a que, al determinar diariamente sus operaciones de mercado abierto, el Banco de México persiga un objetivo de cero en el saldo acumulado de las cuentas corrientes que el propio Instituto Central lleva a los bancos comerciales. Esta regla también implica que el Banco de México esterilizará el impacto monetario que resulte, entre otras razones, de las variaciones de los activos internacionales netos y de las operaciones que efectúe la Tesorería de la Federación en su cuenta con el Instituto Emisor.

Como se mencionó anteriormente, la aplicación de la regla establecida por el primer elemento fundamental mencionado no garantiza el abatimiento deseado de la inflación. Esto se debe a que puede darse el caso de que el Instituto Central esté acomodando pasivamente una demanda de dinero congruente con una tasa de inflación superior al objetivo. Un crecimiento de los precios mayor podría estar relacionado con los efectos inflacionarios generados por cualquiera de los cuatro factores ya mencionados: perturbaciones externas que causen una depreciación excesiva de la moneda; aumentos salariales incompatibles con el objetivo de inflación más las ganancias en productividad; incrementos imprevistos de los precios administrados por el sector público; y un exceso de demanda agregada.

Cualquiera de las presiones inflacionarias descritas conduciría a aumentos automáticos de las tasas de interés, los cuales tenderían a contrarrestar la incidencia de estos fenómenos sobre los precios. Sin embargo, podría darse el caso de que dicho ajuste de mercado no fuera suficiente para lograr los objetivos propuestos por la autoridad. En tal situación, el Banco de México restringiría la postura de la política monetaria mediante la instrumentación o ampliación del “corto”. A través de la aplicación de un “corto” se establece o se aumenta un objetivo negativo para el saldo acumulado de las cuentas corrientes de la banca en el Banco de México. Lo anterior implica que si bien el Instituto Central siempre satisface toda la liquidez que el sistema demanda, una fracción de dicha liquidez se inyecta a una tasa de interés mayor que la del mercado, presionando hacia arriba esta última.

Por tanto, es principalmente a través de la aplicación oportuna de las medidas discrecionales de política monetaria para alcanzar sus objetivos de inflación que el Instituto Central incide sobre los procesos de formación de los precios y sobre las expectativas de inflación. En consecuencia, el Banco de México

debe vigilar constantemente todas las fuentes de presiones inflacionarias y actuar sin demora cuando el análisis indique la presencia de dichas presiones. Mientras más oportuna sea esta respuesta, más clara será la señal que emane de la autoridad monetaria y, por ende, los procesos de formación de expectativas y de precios serán influidos más intensamente por las acciones de la política monetaria.

Lo dicho en los párrafos precedentes puede resumirse de la siguiente manera: el Banco de México se reserva la facultad de desviarse de lo indicado en el primer elemento fundamental de su programa monetario para ajustar discrecionalmente la política monetaria —en particular para hacerla más restrictiva— cuando sea necesario. Esto da lugar al segundo elemento fundamental del programa monetario para el año 2000: el Banco de México podrá ajustar la política monetaria en caso de que se presenten circunstancias inesperadas que lo hagan aconsejable.

El Instituto Central utilizará los “cortos”, adoptando así una política monetaria más restrictiva, principalmente en las siguientes circunstancias:

- (a) cuando detecte presiones inflacionarias futuras incongruentes con el logro de los objetivos de inflación adoptados;
- (b) cuando se presenten choques inflacionarios. En particular, la política monetaria procurará en toda circunstancia neutralizar los efectos secundarios de los choques exógenos 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 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;
- (c) cuando se necesite restaurar condiciones ordenadas en los mercados cambiario y de dinero; y
- (d) cuando las expectativas inflacionarias se desvíen considerablemente respecto del objetivo de inflación.

El cumplimiento del objetivo de inflación anunciado, mediante una aplicación efectiva del segundo elemento fundamental del programa monetario, es lo que constituye el ancla nominal de la

economía. En efecto, es a través de la aplicación oportuna de las acciones discrecionales de política monetaria como la autoridad modifica el comportamiento de la inflación y, de esta manera, es capaz de cumplir con su mandato prioritario.

La instrumentación adecuada de las acciones discrecionales de política monetaria requiere de un análisis cuidadoso de la situación inflacionaria prevaleciente. Debido a que las medidas de política monetaria inciden sobre el proceso inflacionario con rezagos, dicho análisis debe también enfocarse a la detección de posibles presiones inflacionarias futuras. Esto, a fin de que la política monetaria actúe de manera preventiva, buscando minimizar los costos de la desinflación.

A pesar de las salvedades explicadas, los movimientos diarios de la base monetaria son una referencia general para el seguimiento de la política monetaria. Debido a esto, en el apéndice del presente documento se presenta la trayectoria diaria de la base monetaria, estimada a partir de la información disponible a enero del año 2000 y congruente con el objetivo de inflación para el año. En dicho apéndice también se detallan los supuestos utilizados para la elaboración de dicha estimación.

Un banco central puede ajustar la oferta de dinero primario al nivel de su demanda, ya sea mediante variaciones del crédito interno neto o de los activos internacionales netos. Sin embargo, se tiene relativamente mayor control sobre el crédito interno neto que sobre los activos internacionales. Por lo mismo, la expansión del primero es potencialmente la manera más expedita para crear un exceso de oferta de base monetaria. En respuesta a estas consideraciones y con el propósito de reforzar la seguridad de que el Banco de México no generará deliberadamente presiones inflacionarias, la Junta de Gobierno ha decidido incorporar nuevamente en el programa monetario para el año 2000 límites trimestrales a la variación del crédito interno neto.

A partir del pronóstico de las transacciones cambiarias que, según se estima, el Banco de México realizará con el Gobierno Federal y con Pemex, y de las adquisiciones de moneda extranjera que probablemente se hagan en virtud del ejercicio de las opciones de venta de dólares al Banco Central por las instituciones de crédito, la Comisión de Cambios ha decidido establecer un compromiso para el año 2000 de no desacumular activos internacionales netos. Este compromiso es reflejo de la consideración de dicha Comisión, de que

el nivel actual de las reservas internacionales del país resulta suficiente para enfrentar durante el presente año las obligaciones con el exterior en caso de llegar a surgir un escenario adverso. Ello, siempre y cuando se tomen las medidas de política económica adecuadas para hacer frente a una situación de ese tipo.

El aumento esperado de la base monetaria y el compromiso de no desacumular reservas internacionales dan como resultado los límites trimestrales a las variaciones del crédito interno neto que se detallan en el Cuadro 8.

**Cuadro 8****Límites Trimestrales a las Variaciones del Crédito Interno Neto en 2000**

Flujos efectivos acumulados en millones

Trimestres	Aumentos mínimos de los activos internacionales netos		Base monetaria	Límites a las variaciones del crédito interno neto <sup>1</sup>
	Dólares (A)	Pesos (B)	Pesos (C)	Pesos (C - B)
I	0	0	-40,157	-40,157
II	0	0	-30,647	-30,647
III	0	0	-30,262	-30,262
IV	0	0	17,144	17,144

1. Si el límite es negativo, se refiere a que el crédito interno caerá por lo menos en el monto señalado.

Debido a las limitaciones que tiene la base monetaria como elemento para el análisis de las presiones inflacionarias futuras y al mayor énfasis asignado al estudio de un conjunto de indicadores para determinar dichas presiones, resulta importante ampliar los mecanismos de comunicación entre el Banco de México y el público. Lo anterior, a fin de poder transmitir de manera más clara y oportuna los resultados de dicho análisis y explicar con apoyo en éste las razones que sustenten las decisiones de política monetaria. Con este fin en mente, el tercer elemento fundamental del programa monetario para el año 2000 establece lo siguiente: a partir de abril de este año el Banco de México publicará un informe trimestral sobre la inflación, en los meses de abril, julio, octubre y enero. De esta manera se fortalecen los mecanismos de comunicación y se otorga mayor transparencia a las decisiones de política monetaria.



## V. Consideraciones Finales.

---

Durante 1999, el comportamiento de las principales variables macroeconómicas resultó mejor que el esperado a principios del año. La evolución reciente de la actividad económica permite anticipar que el producto interno bruto creció durante 1999 a una tasa de 3.7 por ciento, a la vez que se crearon más de 700 mil empleos formales. Por otra parte, la inflación anual fue de 12.32 por ciento, 0.68 puntos porcentuales menos que la meta establecida en el programa monetario. La coherencia de las políticas fiscal y monetaria y el favorable entorno externo prevaleciente fueron los principales factores que explican el buen desempeño de la economía de México el año pasado.

La aplicación de una política monetaria restrictiva fue fundamental para la consecución del objetivo de inflación en 1999. Asimismo, como se comenta en el presente documento, los efectos de la restricción monetaria se vieron reforzados por factores de carácter transitorio, que difícilmente se repetirán en el futuro. Entre ellos, destacan la apreciación del tipo de cambio y la caída de los precios de las frutas y verduras.

La inflación en México se encuentra todavía en niveles elevados, a pesar de los esfuerzos que se han realizado durante los últimos años para combatirla. La experiencia tanto internacional como de la economía mexicana demuestran ampliamente que la inflación incide en forma nociva sobre el crecimiento económico, la distribución del ingreso y los salarios reales.

La inflación incide negativamente sobre el crecimiento económico por varias razones. En primer lugar, una inflación elevada está asociada con una mayor volatilidad de los precios relativos, lo cual distorsiona las señales que el sistema de precios envía a productores y consumidores. En segundo lugar, las tasas de inflación más elevadas implican, por lo general, más incertidumbre sobre su curso futuro. Esta condición se refleja, entre otras cosas, en altas tasas de interés reales y en una reducción de los plazos crediticios. En consecuencia, la inflación deteriora la inversión y el consumo. La experiencia reciente de México es contundente: durante el periodo 1957-1998, en aquellos años en los que se registró una inflación anual de un dígito, el crecimiento anual promedio del

PIB fue de 6.2 por ciento; en contraste, cuando la inflación fue mayor que lo dicho, el crecimiento promedio fue de sólo 3.8 por ciento.

A su vez, el descenso referido de la inversión, influye sobre la demanda de trabajadores por parte de las empresas. Este fenómeno repercute desfavorablemente en los salarios reales y en la creación de empleos. Si se analiza la evolución de los salarios reales en México durante el periodo 1957-1998, en los años con inflaciones anuales mayores que un dígito, la variación anual promedio del salario real fue negativa en 2.7 por ciento. Por otra parte, en los años estables el salario real creció 6 por ciento.

La inflación lastima la distribución del ingreso porque obstaculiza el crecimiento del empleo y propicia la caída del salario real. Este fenómeno también responde a que las personas de escasos recursos mantienen un alto porcentaje de sus activos en billetes y monedas, al no tener acceso a instrumentos financieros que los protejan de la inestabilidad de los precios. En una investigación reciente del caso específico de México, se encontró que una disminución de la inflación de cinco puntos porcentuales, produciría en el largo plazo un aumento de 11.4 por ciento del ingreso per cápita en el quintil más pobre de la población<sup>5</sup>.

Finalmente, la inflación también daña de manera drástica a las finanzas públicas. Esto se explica porque al ser tradicionalmente el sector público un deudor neto en la economía, el aumento de las tasas de interés reales y nominales, asociado a mayores tasas de inflación, eleva significativamente el servicio de la deuda pública.

Por dichos motivos, resulta indispensable continuar con el abatimiento de la inflación, hasta alcanzar la meta de mediano plazo adoptada al respecto. Esto es, su confluencia a fines del año 2003 con la prevaleciente en las economías de los principales socios comerciales de México. En consecuencia, el Banco de México seguirá planteando al Gobierno Federal la necesidad de que sus programas económicos sean congruentes con el objetivo de convergencia referido antes.

En septiembre de 1999, el Banco de México propuso como objetivo de la política monetaria para el año 2000 una tasa de inflación que no exceda de 10 por ciento.

---

<sup>5</sup> Documento de Investigación No. 9806 "El Efecto de la Inflación en la Distribución del Ingreso"; Banco de México, diciembre de 1998.

A pesar de que en el año pasado se logró una inflación menor que la meta establecida, las expectativas de inflación para el año 2000 de los agentes económicos aún se encuentran por encima del objetivo. Además, como se mencionó anteriormente, durante el año en curso difícilmente se repetirán la apreciación nominal del tipo de cambio y la caída de los precios de las frutas y verduras ocurridas en 1999. Por estas razones, para alcanzar este año una inflación inferior al 10 por ciento, se requiere mantener el sesgo restrictivo de la política monetaria.

En la actualidad existen varios factores de riesgo, cuya ocurrencia eventual podría complicar el descenso de la inflación y, consecuentemente, dar lugar a que se produjese una reacción correctiva de la política monetaria. Entre ellos destacan los siguientes:

- (a) la permanencia de la brecha entre las expectativas de inflación - tanto de los analistas financieros como de aquellas implícitas en las negociaciones salariales y en los contratos de crédito-- y el objetivo respectivo propuesto para el año; y
- (b) la aparición de circunstancias, tanto internas como externas, que pudiesen dar lugar a una alta volatilidad de los mercados financieros nacionales, incidiendo negativamente sobre la inflación.

Conviene enfatizar que para alcanzar la meta de inflación propuesta, al menor costo social posible, es necesario que las expectativas de inflación converjan cuanto antes con el objetivo correspondiente y que esta confluencia se refleje en los contratos de todo tipo que se suscriban en la economía. Además, es fundamental que los aumentos de los precios y tarifas de los bienes y servicios administrados por el sector público sean también congruentes con el objetivo de inflación.

El proceso electoral y el cambio de la administración pública federal que tendrán lugar durante el año en curso son elementos adicionales que hacen necesario intensificar las medidas que garanticen la estabilidad financiera y el crecimiento económico. En lo que toca al Banco de México, resulta indispensable que la política monetaria actúe de manera oportuna para garantizar un abatimiento continuo de la inflación.

El Banco de México ha fortalecido continuamente sus mecanismos de comunicación. Esto se apoya en la convicción de que

a través del convencimiento público acerca de los daños que ocasiona la inflación y mediante la formación de un consenso social en torno de la estabilidad de precios, se mitigarán los costos del proceso desinflacionario. Además, al hacerse más transparente la conducción de la política monetaria aumentará su eficiencia al reducirse la incertidumbre. Así pues, con la finalidad de seguir avanzando en los aspectos de comunicación y transparencia, la Junta de Gobierno del Banco de México ha decidido publicar informes trimestrales que expliquen la evolución de la inflación y las medidas de política monetaria instrumentadas durante el período de referencia.

La Junta de Gobierno está consciente de que la desinflación lograda en 1999, aunque significativa, no es suficiente ni irreversible. Para afianzar la credibilidad del público en los objetivos de la autoridad monetaria, se requiere la utilización decidida de los instrumentos de que dispone a fin de alcanzar las metas propuestas.

## **Apéndice: Trayectoria Anticipada de la Base Monetaria para el Año 2000**

---

### **Antecedentes**

---

Desde 1997, los programas monetarios anuales del Banco de México han incluido una estimación de la trayectoria diaria de la base monetaria para el período. Dicha trayectoria es muy difícil de precisar *a priori* debido a las siguientes razones: i) a que la relación entre la inflación y la base es susceptible de modificarse con el tiempo; ii) a que los supuestos básicos para pronosticar la demanda de base monetaria para el año (referentes al crecimiento del PIB y la evolución de las tasas de interés) pueden no materializarse; iii) a que la relación entre la demanda de base monetaria y las variables explicativas de su evolución también puede modificarse con el tiempo; y iv) a que la ocurrencia de eventos extraordinarios puede propiciar una alteración transitoria de la demanda de base monetaria.

Como se señala en la sección III de este documento, la desviación de la base monetaria durante el segundo semestre de 1999 con respecto a la trayectoria pronosticada, obedeció a un aumento no previsto de su demanda explicado por el conjunto de factores mencionados en el texto. A pesar de ello y considerando que la evolución de los agregados monetarios en general --y de la base monetaria en particular-- tiene cierto valor referencial y puede complementar el examen de las condiciones y perspectivas de la economía, la Junta de Gobierno ha decidido publicar nuevamente una proyección de la variable en cuestión.

### **Metodología para la Estimación del Saldo Ajustado de la Base Monetaria al Cierre de 1999**

---

En el Programa Monetario para 1999 se advirtió que todos los bancos centrales enfrentarían cierta incertidumbre hacia el final del año, debido al temor de que los problemas computacionales asociados al cambio de milenio pudieran generar un incremento extraordinario, aunque temporal, de la demanda de billetes y monedas. Asimismo, en dicho Programa se estableció que en caso de

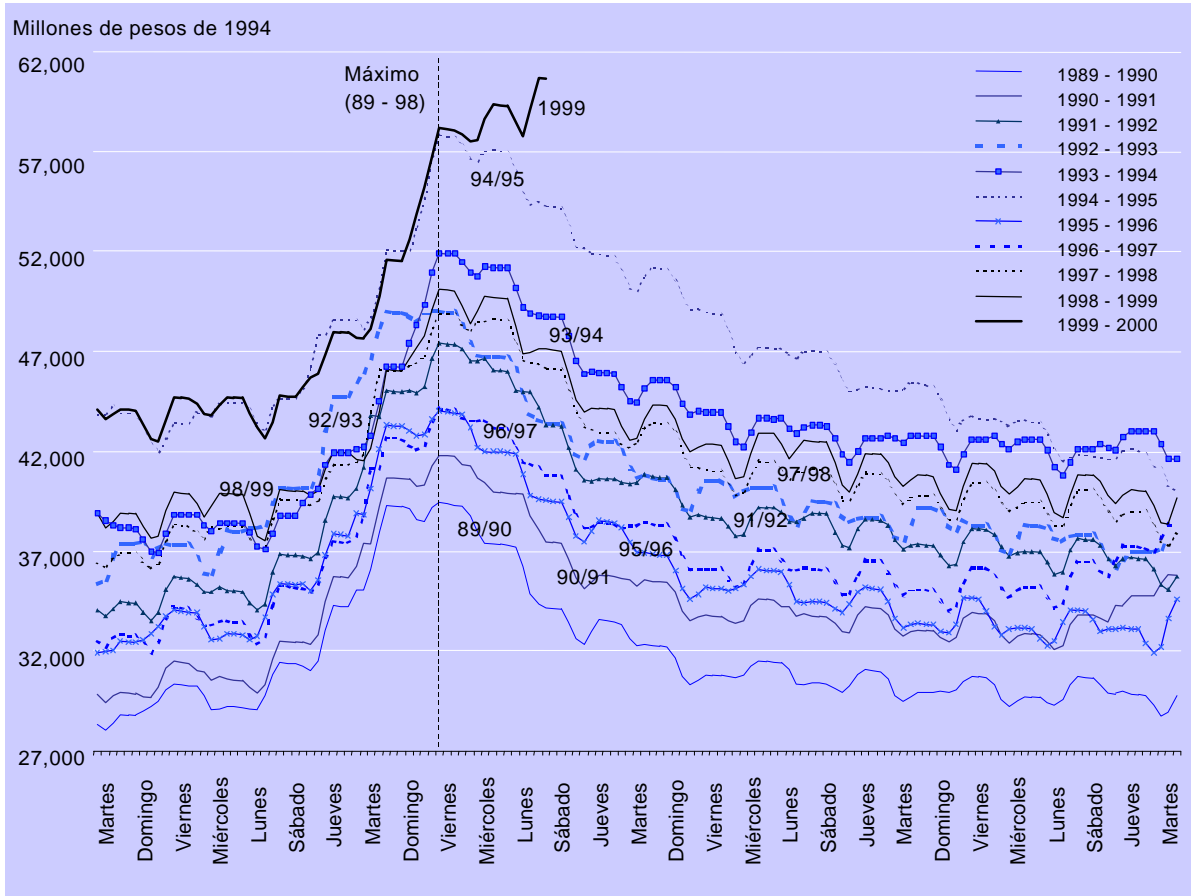
que se presentara dicho incremento, el Banco de México lo atendería, toda vez que dicha acción no generaría un exceso de oferta monetaria capaz de afectar el comportamiento de la inflación. Se señaló también que la posible incidencia del fenómeno mencionado no se incorporaba en el pronóstico correspondiente, debido a que no se contaba con elementos sólidos para cuantificarla.

En efecto, la evolución de la base monetaria en las últimas semanas de 1999 puso de manifiesto un incremento temporal de su demanda, atribuible a la influencia del llamado “problema informático del año 2000”. Esto puede apreciarse en la Gráfica 21, donde se observa que en cada uno de los últimos diez años, la base monetaria ha alcanzado su nivel máximo anual el viernes previo, o coincidente, con el 24 de diciembre. Sin embargo, en 1999 el nivel máximo del saldo de la base monetaria se registró hasta el último día del año, lo cual posiblemente es atribuible a la influencia del problema mencionado. Este movimiento atípico dificultó la interpretación de lo ocurrido el año pasado en materia monetaria, y complicó la elaboración del pronóstico correspondiente al año 2000.

Debido a la naturaleza transitoria de la demanda adicional de base monetaria motivada por el fin del milenio, se considera necesario contar con un saldo de cierre de 1999 de ese agregado que no esté “contaminado” por la cuestión comentada, y a partir del cual se pueda realizar con mayor certidumbre el pronóstico correspondiente para este año. Con este propósito, se utilizó una metodología que permite separar del total observado de la base monetaria al componente estacional. A ese fin, se procedió a estimar los flujos de la base monetaria del mes de diciembre de 1999, a partir de la estacionalidad que año con año presenta el agregado ese mes y de los flujos que, para dicho período, se registraron en un “año coincidente”. Por esto último se entiende un año similar en términos de los días calendario en los que se presentan los días festivos y los fines de semana (por ejemplo, 1993).

Gráfica 21

Evolución de los Billetes y Monedas en Circulación en Diciembre y Enero ( 1989 – 1999)



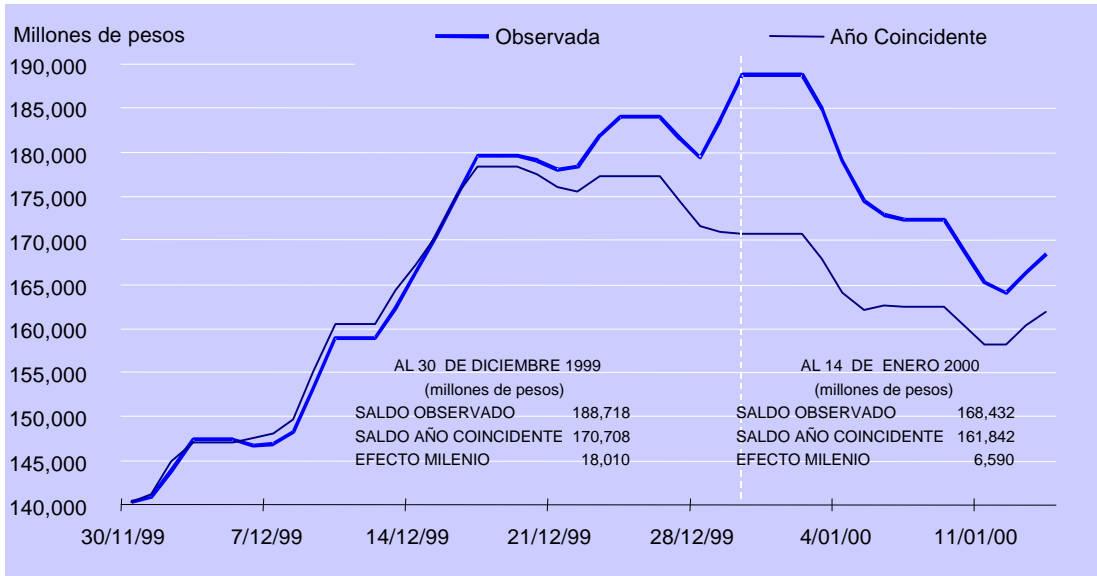
La estimación de la base monetaria correspondiente, o sea que sólo considera el comportamiento estacional, se derivó, principalmente, de adicionar al saldo observado de la base monetaria al 30 de noviembre de 1999 los flujos que se registraron a partir de ese mismo día del año 1993, a precios de 1999 (ver Gráfica 22).

Con base en lo anterior, el efecto del fin del milenio sobre la base monetaria se obtuvo de restarle al saldo observado de la base monetaria al final del año (188,718 millones de pesos) el saldo estimado obtenido mediante el procedimiento descrito (170,708 millones de pesos). De acuerdo con esta metodología, el efecto del problema computacional del año 2000 sobre el saldo de la base monetaria al cierre de 1999 ascendió a 18,010 millones de pesos. Aunque la estimación descrita brinda una idea general de la magnitud del efecto de fin de milenio sobre la demanda de base monetaria, el resultado obtenido debe sin embargo tomarse con gran reserva. Ello, toda vez que se apoya en el supuesto de que la totalidad de la

diferencia calculada entre el saldo observado de la base monetaria y el comportamiento estacional se debe al problema multicitado.

**Gráfica 22**

**Estimación de la Demanda Adicional de Billetes y Monedas en Circulación Asociada al Cambio de Milenio**



Al aplicar el método señalado a lo sucedido en los primeros días del año 2000, las cifras disponibles sugieren que aún no se ha revertido aproximadamente una tercera parte del efecto del fin de milenio sobre la demanda de base monetaria (ver Gráfica 22). En caso de que en los días posteriores a la publicación del presente Programa la evolución de la base monetaria arroje resultados significativamente distintos a los estimados a la fecha en razón del problema computacional del año 2000, el Banco de México los hará del conocimiento público en el informe de inflación que se publicará en abril.

**Estimación de la Trayectoria de Base Monetaria**

En concordancia con lo apuntado, todos los cálculos que se presentan a continuación se realizan a partir del saldo de la base monetaria ajustado por el efecto del problema del fin de milenio (170,708 millones de pesos).

La trayectoria de la base monetaria para el año 2000, estimada a partir de la información disponible, es congruente con una tasa de crecimiento real del PIB de 4.5 por ciento, una inflación anual no superior a 10 por ciento y una remonetización del orden de 4.9

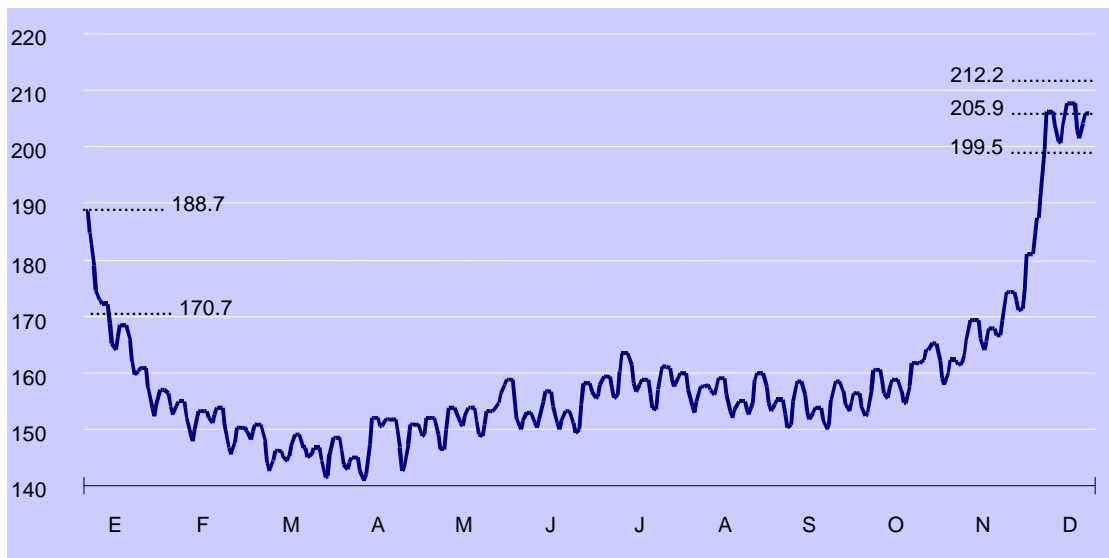


por ciento. El Banco de México estima que en este año la base monetaria aumentará 20.6 por ciento con respecto al saldo ajustado de la base monetaria al cierre de 1999 (170,708 millones de pesos), dando lugar a un saldo de 205,862 millones de pesos al cierre del año 2000. El intervalo de confianza para dicho saldo del cierre del 2000, tomando una desviación estándar de los residuales que el modelo estima, resulta de 212,182 millones de pesos a 199,542 millones de pesos<sup>6</sup>. El pronóstico de los saldos diarios se presenta en la Gráfica 23 así como al final de este apéndice. Cabe destacar que el flujo anual de base monetaria calculado con respecto al saldo ajustado (170,708 millones de pesos), es de 35,154 millones de pesos. Esta cifra difiere de la presentada en el Cuadro 8 de la sección III del presente documento, debido a que en dicho cuadro se tomó como punto de partida el saldo de cierre observado (188,718 millones de pesos).

Gráfica 23

**Trayectoria Anticipada de la Base Monetaria para 2000**

Saldos diarios, cifras en miles de millones de pesos



Al igual que en años anteriores, la trayectoria pronosticada de la base monetaria en el año 2000 servirá como referencia para el análisis monetario cotidiano y para el caso en que se presenten desviaciones importantes entre lo observado y lo programado. En tal eventualidad, el Banco de México evaluará dichas desviaciones y

<sup>6</sup> Esto corresponde a +/- 3.07 por ciento del saldo de cierre pronosticado. El modelo utilizado para la estimación incluye como variables explicativas de la demanda de base monetaria a la actividad económica, las tasas de interés, los rezagos de la variable dependiente y una serie de variables binarias que buscan capturar los distintos efectos estacionales.

sólo si éstas respondieran a circunstancias que impliquen presiones inflacionarias adicionales, será de esperarse que se restrinja la política monetaria.

En la elaboración de la trayectoria anticipada de la base monetaria se tomó en consideración el proceso de remonetización experimentado en 1999 (aproximadamente 11.4 por ciento, excluyendo el efecto de fin de milenio<sup>7</sup>) y algunos acontecimientos que tendrán lugar durante este año. A ese respecto destacan el censo poblacional y el desarrollo de las campañas políticas. Dichos acontecimientos tradicionalmente conllevan la transformación de depósitos bancarios en billetes y monedas para realizar una diversidad de pagos. Con base en lo anterior y en el avance esperado del proceso de desinflación, la remonetización implícita de 4.9 por ciento que arroja el modelo para el año 2000 parece razonable.

### **Consideraciones sobre el Coeficiente de Remonetización**

---

En la literatura económica se hace referencia de manera indistinta al proceso de remonetización o a la disminución en la velocidad de circulación del dinero. Es decir, al fenómeno que implica un crecimiento del dinero en circulación superior al del PIB nominal.

Como se apunta en la sección III de este Programa Monetario, durante los últimos cuatro años la economía mexicana ha experimentado un proceso de remonetización: un aumento del saldo de los billetes y monedas en circulación como proporción del PIB. Tal como se señala, dicho fenómeno ha ocurrido en un contexto de inflación decreciente tanto en México como en una amplia muestra de países. Del análisis correspondiente también se concluye que la remonetización se intensifica al alcanzarse niveles de inflación bajos y que la relación entre el grado de monetización de una economía y la tasa de inflación no es estable.

Con el propósito de profundizar el examen de la remonetización incorporado en la sección III de este documento, a continuación se analiza la relación entre el nivel de monetización y las tasas de interés. Esto, en virtud de que las tasas de interés reflejan el

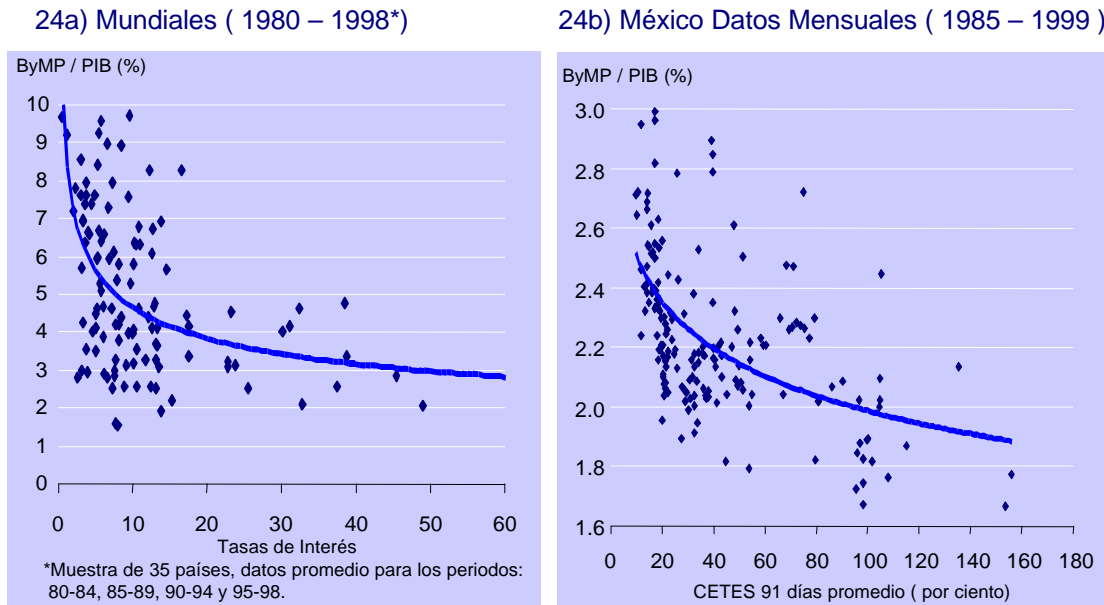
---

<sup>7</sup> La remonetización señalada se obtiene implícitamente como resultado de combinar el crecimiento económico esperado para 1999, la inflación anual (dic.-dic.) y el incremento nominal de la base monetaria del fin de 1998 al cierre de 1999 ajustado por el efecto del fin del milenio.

costo de oportunidad que enfrenta el público por mantener en su poder billetes y monedas.

La relación negativa entre las tasas de interés y el nivel de monetización de una economía encuentra apoyo tanto en la teoría económica como en la evidencia empírica. Como se ilustra en la Gráfica 24a, en una muestra de 35 países se observa una relación inversa entre las tasas de interés y el grado de monetización. Dicha relación también se presenta para el caso de México (Gráfica 24b). Cabe destacar que los procesos de remonetización se intensifican al alcanzarse bajos niveles de inflación y tasas de interés.

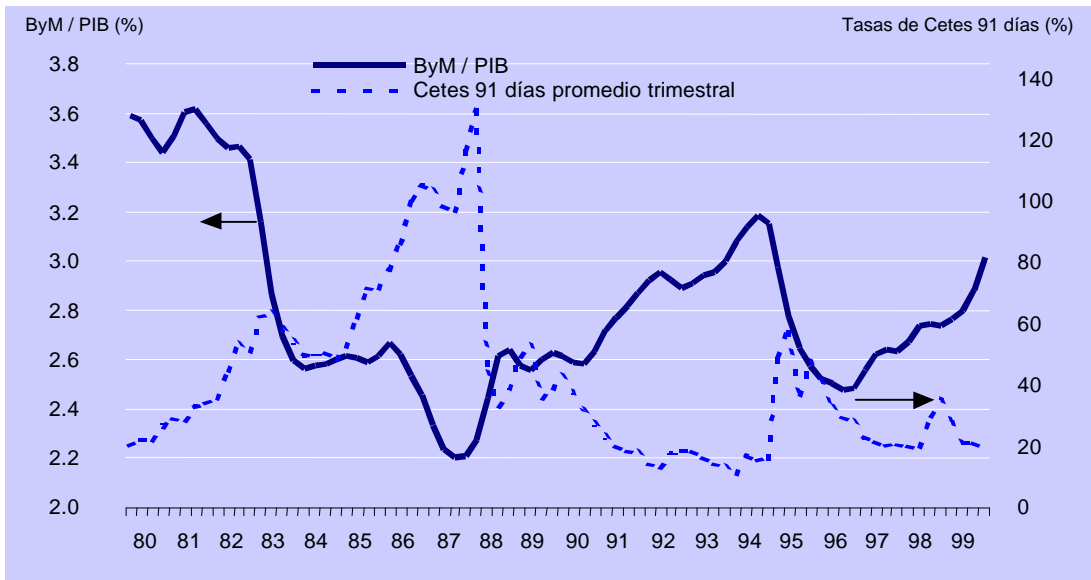
**Gráfica 24 Billetes y Monedas en Circulación como Proporción del PIB y Tasas de Interés Mundiales y en México**



Para mostrar lo anterior con mayor claridad, la Gráfica 25 presenta la evolución de las tasas de interés y la tendencia del nivel de monetización en la economía mexicana desde 1980. Como puede apreciarse, durante las últimas dos décadas los incrementos de las tasas de interés han venido acompañados por disminuciones en el uso de billetes y monedas en relación con la actividad económica. Específicamente, a finales de los años ochenta, cuando las tasas de interés llegaron a sus máximos históricos, se registraron los menores niveles de monetización. De igual manera, el incremento de las tasas de interés durante 1995 ocasionó una desmonetización entre diciembre de 1994 y septiembre de 1996 de más del 21 por ciento en

su serie de tendencia. En cuanto al comportamiento más reciente de los billetes y monedas en relación con el PIB, destaca una remonetización importante, originada en parte por la reducción de las tasas de interés.

**Gráfica 25 Tasa de Interés y Tendencia de Billetes y Monedas en Circulación como Proporción del PIB**



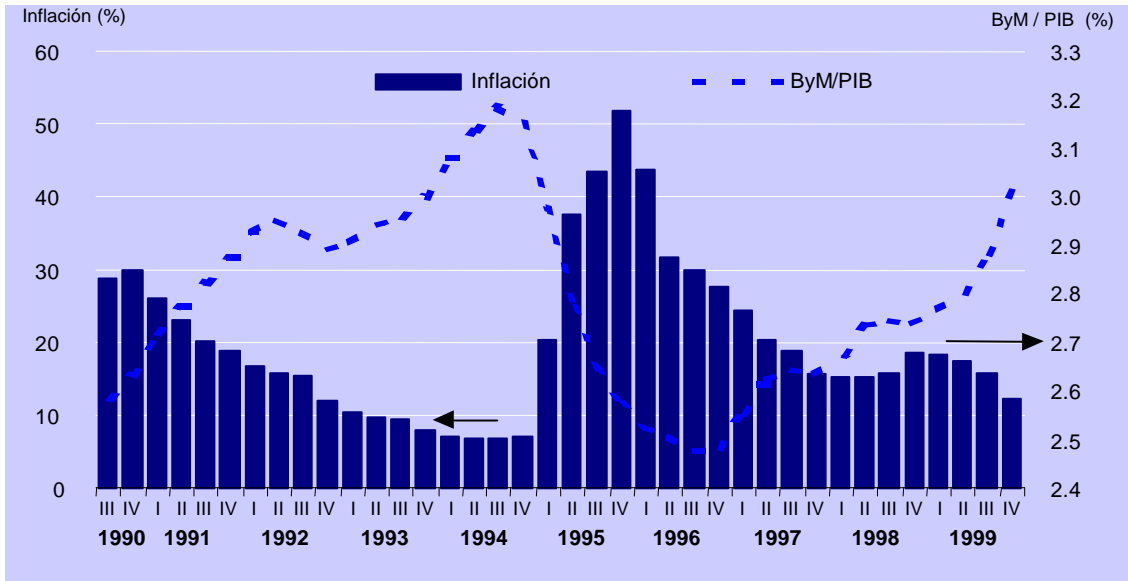
En la Gráfica 26 se presenta la relación que ha guardado la inflación con la tendencia de los billetes y monedas en circulación del tercer trimestre de 1990 a la fecha. A principios de la década de los noventa, la reducción del ritmo inflacionario tuvo como resultado un importante proceso de remonetización, el cual se revirtió con el repunte de la inflación a partir de 1995. De manera similar, la remonetización que ha experimentado la economía mexicana a partir de finales de 1996 ha estado asociada con un proceso de desinflación. No obstante, cabe señalar que el repunte de la inflación ocurrido en el segundo semestre de 1998 como consecuencia de los choques externos que registró la economía, provocó un estancamiento en el proceso de monetización. Sin embargo, dicho proceso recobró dinamismo una vez que la inflación retomó su tendencia declinante<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Cabe señalar que la remonetización referida al agregado monetario más amplio muestra un comportamiento similar.

Gráfica 26

**Inflación y Tendencia de Billetes y Monedas en Circulación como Proporción del PIB**

(1990-1999)



El análisis deja claro que el proceso de remonetización que tuvo lugar durante 1999 no es un episodio sin precedentes y ajeno a lo acontecido en años anteriores. Asimismo, permite comprobar la estrecha relación que guarda el grado de monetización de la economía mexicana con la inflación.

Cuadro 9

**Pronóstico de los Saldos Diarios de la Base Monetaria para el año 2000\***

(Miles de Millones de Pesos)

Días	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN
1	188.7	154.0	148.2	148.6	150.9	157.8
2	188.7	152.7	149.7	148.6	148.9	158.7
3	184.9	154.0	150.8	146.3	148.9	158.7
4	179.0	155.0	150.8	143.9	152.1	158.7
5	174.5	155.0	150.8	142.9	152.1	155.3
6	172.9	155.0	147.8	144.0	152.1	151.7
7	172.3	152.0	144.2	144.9	152.1	150.0
8	172.3	149.1	142.7	144.9	148.9	151.4
9	172.3	147.8	144.3	144.9	146.3	152.8
10	168.8	149.9	146.2	142.7	146.5	152.8
11	165.2	153.2	146.2	140.9	149.8	152.8
12	164.1	153.2	146.2	142.1	153.7	151.2
13	166.4	153.2	145.0	147.2	153.7	150.4
14	168.4	153.3	144.5	152.1	153.7	151.8
15	168.4	152.0	145.2	152.1	153.0	154.8
16	168.4	151.1	147.2	152.1	151.2	156.7
17	165.9	152.5	149.0	150.6	150.5	156.7
18	162.1	153.6	149.0	150.6	152.3	156.7
19	159.6	153.6	149.0	151.9	153.9	154.0
20	160.2	153.6	146.7	151.9	153.9	151.0
21	160.7	150.6	146.7	151.9	153.9	149.9
22	160.7	146.9	145.0	151.9	151.4	151.5
23	160.7	145.5	145.6	151.9	149.1	153.2
24	157.4	147.6	146.9	146.6	148.6	153.2
25	153.6	150.3	146.9	142.7	150.7	153.2
26	152.4	150.3	146.9	143.3	153.2	151.1
27	154.4	150.3	144.3	147.2	153.2	149.4
28	157.0	150.3	141.5	150.9	153.2	150.1
29	157.0	149.5	141.7	150.9	153.6	154.3
30	157.0		145.4	150.9	154.6	158.1
31	156.3		148.6		156.4	

\*/ Pronóstico a partir del 17 de enero.

**Pronóstico de los Saldos Diarios de la Base Monetaria para el año 2000**

(Miles de Millones de Pesos)

Días	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
1	158.1	158.7	159.9	158.5	163.9	174.1
2	158.1	157.7	159.9	156.7	163.9	174.1
3	156.8	158.9	159.9	154.3	165.2	174.1
4	155.4	160.0	157.6	153.3	165.2	172.8
5	155.9	160.0	154.7	154.9	165.2	171.1
6	158.0	160.0	153.2	156.3	162.3	171.5
7	159.4	156.9	154.3	156.3	159.1	175.0
8	159.4	154.0	155.2	156.3	157.9	181.0
9	159.4	152.8	155.2	154.1	159.8	181.0
10	157.2	154.8	155.2	152.3	162.2	181.0
11	155.5	157.7	152.5	153.0	162.2	187.3
12	156.1	157.7	150.3	157.1	162.2	187.3
13	160.2	157.7	150.9	160.5	161.5	191.9
14	163.6	157.7	155.0	160.5	161.8	199.4
15	163.6	157.0	158.4	160.5	163.0	206.2
16	163.6	156.2	158.4	158.8	165.9	206.2
17	161.4	157.7	158.4	156.6	169.2	206.2
18	158.1	158.9	156.1	155.6	169.2	203.9
19	156.6	158.9	153.2	157.3	169.2	200.9
20	157.7	158.9	151.8	158.8	169.2	200.8
21	158.7	156.3	152.9	158.8	166.1	203.8
22	158.7	153.1	153.8	158.8	163.9	207.8
23	158.7	152.1	153.8	156.7	165.5	207.8
24	156.4	153.4	153.8	154.7	167.8	207.8
25	153.7	154.8	151.6	154.5	167.8	207.8
26	153.5	154.8	149.8	157.7	167.8	203.0
27	156.9	154.8	151.0	161.6	166.7	201.5
28	161.0	153.3	155.1	161.6	166.8	204.1
29	161.0	152.6	158.5	161.6	169.2	205.9
30	161.0	154.6	158.5	161.6	174.1	205.9
31	160.8	158.6		162.3		205.9