

Política Monetaria

Informe sobre el primer
semestre de 2001



BANCO DE MEXICO

SEPTIEMBRE, 2001

JUNTA DE GOBIERNO

GOBERNADOR

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

SUBGOBERNADORES

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜEMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSE JULIÁN SIDAOUI DIB

El artículo 51 de la Ley del Banco de México contiene disposiciones para conciliar la autonomía del Instituto Central con la necesaria rendición de cuentas sobre su gestión. La fórmula que el Legislativo ha considerado más apropiada para dicho fin es la presentación por el Banco Central de informes sobre sus políticas y actividades. El artículo citado señala en su fracción II, que en septiembre de cada año este Instituto Central enviará al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión, un informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio de que se trate.

En cumplimiento de lo anterior y por acuerdo de la Junta de Gobierno de este Instituto Central tomado conforme a lo previsto en la fracción IX del artículo 46 de la Ley que lo rige, este Banco de México envía al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión el presente informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 2001.

En apego al ordenamiento legal, este informe se concentra en las acciones de política monetaria instrumentadas durante el semestre. Cabe mencionar que dichas acciones fueron oportunamente reseñadas en los Informes sobre la Inflación del primero y segundo trimestres del presente año.

I. Informe sobre la Política Monetaria

I.1. Introducción

Según el mandato constitucional del Banco de México, el objetivo prioritario de la política monetaria es la procuración de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. 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.

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

El esquema de la política monetaria se ha modificado con el fin de incrementar su efectividad y transparencia ante los cambios que ha experimentado la economía de México en el transcurso de los últimos seis años. Esta evolución ha tenido como resultado una convergencia gradual hacia un esquema de objetivos de inflación.

Este esquema de la política monetaria fue utilizado por primera vez en 1990 por Nueva Zelanda. A partir de entonces, varios países, desarrollados y emergentes, lo han adoptado. Ello, como resultado de los problemas que enfrentaron las estrategias sustentadas en agregados monetarios y por la creciente adopción de sistemas cambiarios de libre flotación. Entre los países que utilizan este enfoque también se encuentran Australia, Canadá, Inglaterra, Suecia, Finlandia, Israel, Chile, la República Checa, Brasil, Polonia y Sudáfrica.

Las principales características de este régimen monetario, el cual se basa en la aplicación de medidas discrecionales de

política monetaria con el fin de alcanzar los objetivos de inflación propuestos, son las siguientes:

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

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

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

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

día en México, confirma la pertinencia de la decisión tomada por el Instituto Central.

Con base en este planteamiento, la Junta de Gobierno del Banco de México estableció como objetivo de mediano plazo que para diciembre de 2003 se alcance una tasa de incremento anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento, tal como se señala en el Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre 2000. Con el propósito de establecer referencias de corto plazo en la trayectoria hacia la estabilidad de precios, dicho órgano colegiado fijó como meta para 2001 una inflación anual que no exceda de 6.5 por ciento. A la vez, también se anunció que el objetivo de inflación para 2002, el cual será dado a conocer en el transcurso del presente año, deberá situarse en alrededor de 4.5 por ciento.

I.2. Entorno Económico en el Primer Semestre

En el primer semestre de 2001, México enfrentó tres perturbaciones de origen externo: la rápida transmisión de la pérdida de fortaleza de la actividad económica en los Estados Unidos, la caída del precio del petróleo y las repercusiones de los acontecimientos en Argentina.

Si bien el acomodo de la economía nacional a este desfavorable entorno externo ha tenido repercusiones negativas -como lo constatan un ritmo más lento de crecimiento de las exportaciones, la contracción de la producción industrial y la pérdida de empleos– sin lugar a dudas ha sido ordenado. La inserción del país a la fase descendente del ciclo económico no ha venido acompañada de desequilibrios insostenibles de las cuentas externas, inflación creciente o volatilidad extrema en los mercados financieros nacionales.

El entorno menos favorable no impidió que se lograra un importante progreso en el abatimiento de la inflación. La evolución de los precios durante el primer semestre de 2001 fue en general favorable, manteniéndose en una trayectoria congruente con el objetivo de alcanzar en diciembre de 2001 una inflación anual que no exceda de 6.5 por ciento. En cuanto al comportamiento de los principales índices de precios cabe destacar lo siguiente:

- (a) la inflación anual del INPC y del índice de precios subyacente continuó a la baja;

- (b) la inflación anual subyacente tanto de mercancías como de servicios disminuyó;
- (c) la brecha entre la tasa de crecimiento anual del subíndice de los precios de los bienes concertados y administrados por el sector público y la inflación general se estrechó; y
- (d) la inflación anual del Índice Nacional de Precios Productor (INPP) sin petróleo y sin servicios registró una reducción significativa.

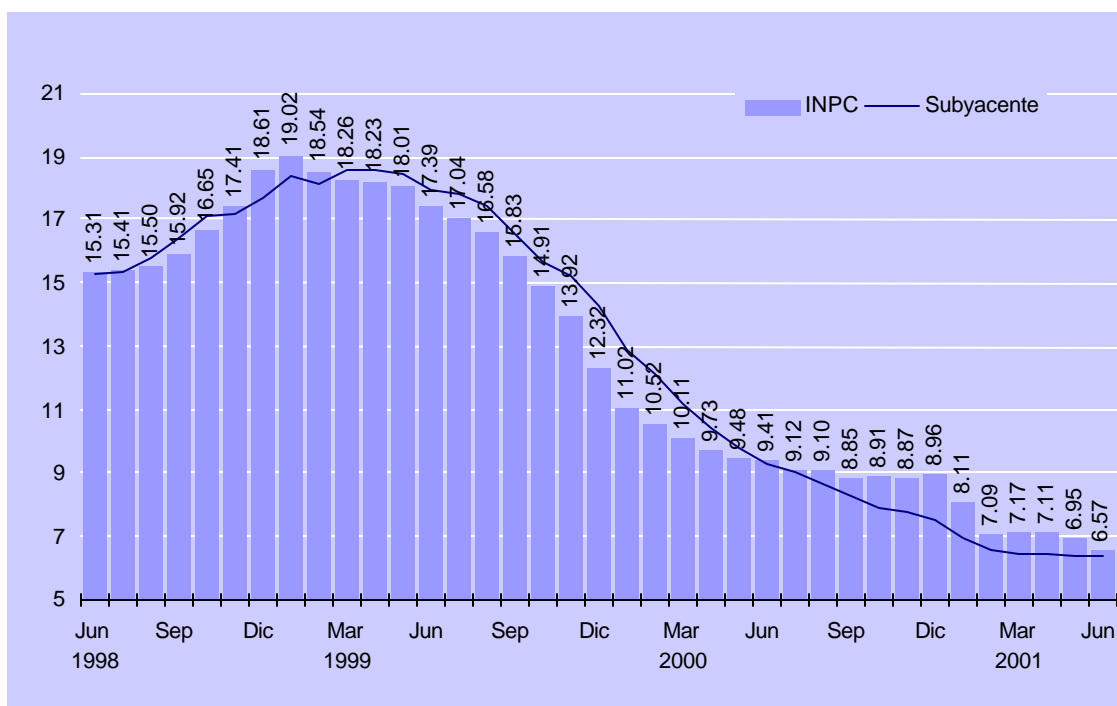
En junio de 2001, la inflación anual medida por las variaciones del INPC fue 6.57 por ciento, mientras que en diciembre del año previo había sido de 8.96 por ciento.

Por su parte, en junio de 2001 la tasa de crecimiento anual del índice de precios subyacente resultó de 6.36 por ciento, inferior a la observada en diciembre de 2000 (7.52 por ciento). Así, por cuarto trimestre consecutivo, en el periodo abril-junio la inflación subyacente anual se situó por debajo de la inflación general (Gráfica 1).

Gráfica 1

Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente

Variación anual en por ciento



En el primer semestre del año la inflación subyacente anual de las mercancías experimentó una reducción ligeramente mayor que la de los servicios (Cuadro 1). Este resultado se explica en parte por la apreciación del tipo de cambio, fenómeno que contribuyó a moderar el incremento de los precios de las mercancías. La menor velocidad de descenso de la inflación subyacente de los servicios es atribuible, en lo fundamental, a que los salarios reales registraron incrementos superiores a las ganancias en productividad. Esto último dio lugar a que aumentaran los costos laborales unitarios y ello ejerció una presión alcista sobre los precios de los servicios debido a que se ven influidos, en mayor medida que los de las mercancías, por dichos costos.

Cuadro 1

Indices de Precios: INPC, Subyacente, Productos Agropecuarios, Servicios Educativos y Administrados y Concertados

Por ciento

	Variaciones Anuales			Variaciones Trimestrales		
	Jun 2001/ Jun 2000	Mar 2001/ Mar 2000	Jun 2000/ Jun 1999	Jun 2001/ Mar 2001	Mar 2001/ Dic 2000	Jun 2000/ Mar 2000
	INPC	6.57	7.17	9.41	0.97	1.12
Subyacente	6.36	6.46	9.29	1.28	2.20	1.38
Mercancías	5.52	5.66	8.55	1.03	2.01	1.16
Servicios	7.58	7.66	10.39	1.63	2.46	1.70
Agropecuarios	2.35	3.98	3.91	2.96	-6.33	4.60
Educación	14.49	14.63	17.66	0.59	1.35	0.71
Administrados y Concertados	8.87	10.62	12.54	-1.27	2.15	0.32

I.3. La Política Monetaria Durante el Primer Semestre de 2001

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

Durante las últimas semanas de 2000 y las primeras de 2001, se materializaron varios de los escenarios de riesgo respecto de los cuales el Banco de México había advertido repetidamente:

- (a) Si bien los datos disponibles en ese momento sobre la demanda agregada señalaban un debilitamiento de su

ritmo de expansión, también sugerían que el gasto interno seguía creciendo a tasas elevadas y superiores a las de la producción. Las estadísticas de cuentas nacionales indicaban que la tasa de crecimiento anual del consumo privado había pasado de 10.5 por ciento en el tercer trimestre a 7.6 por ciento en el cuarto. De igual manera, la tasa de incremento de la inversión privada había disminuido de 10.8 por ciento a 8.2 por ciento en el mismo lapso. Por su parte, el PIB había experimentado una variación anual de 5.1 por ciento en el cuarto trimestre.

- (b) En el ámbito externo, la economía de los Estados Unidos se había desacelerado considerablemente durante el segundo semestre de 2000. Además, la mayoría de los analistas anticipaba que dicha economía crecería a una tasa inferior a 2 por ciento en 2001.
- (c) Por último, el precio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación había disminuido significativamente. Estos fenómenos apuntaban hacia una importante ampliación del déficit de la cuenta corriente y a una posible depreciación del peso. Esta última, de ocurrir, podría dar lugar a presiones inflacionarias.

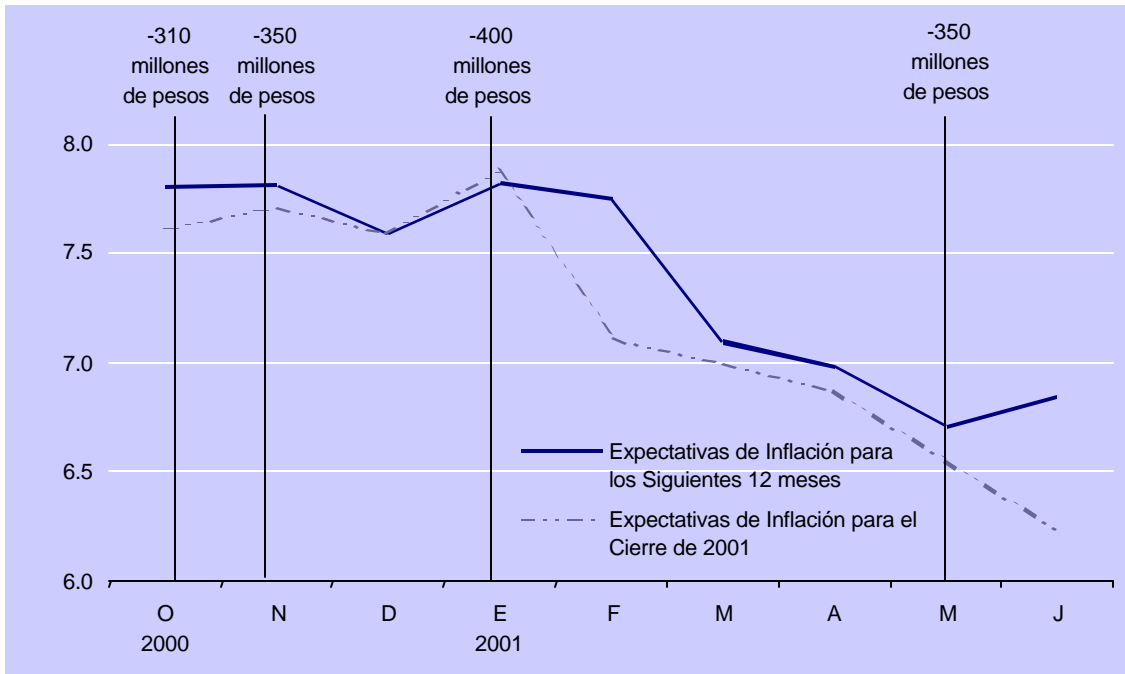
Como reacción a la situación descrita, algunos analistas revisaron al alza su pronóstico de inflación para 2001. Sin embargo, en los primeros días de enero las tasas de interés internas disminuyeron, lo cual era incongruente con la materialización de los factores de riesgo mencionados. Por ello, la consecución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

La trayectoria de las expectativas de inflación constituye un elemento de importancia para la evaluación de los resultados de la política monetaria y para la identificación de presiones inflacionarias. Destaca al respecto la significativa mejoría de las expectativas de inflación para 2001 que tuvo lugar en febrero (Gráfica 2)¹. Al igual que en el caso de ampliaciones anteriores del “corto”, después de la revisión al alza ocurrida en enero a raíz del deterioro del entorno externo, se restauró una tendencia

¹ Es importante aclarar que las expectativas de inflación para 2001 recabadas en los meses de enero a marzo del presente año corresponden a lo esperado por los analistas sin considerar el posible efecto de la Reforma Fiscal sobre los precios. En contraste, las expectativas para los siguientes doce meses, obtenidas en enero y febrero, sí incorporan el impacto de la misma.

descendente de la inflación esperada. El aludido efecto del “corto” sin duda se vio reforzado por la importante reducción que experimentó la inflación en febrero. En total, en el primer trimestre del año las expectativas de inflación correspondientes a 2001 disminuyeron 0.58 puntos porcentuales con respecto a su nivel de diciembre 2000, ubicándose en 7 por ciento.

Gráfica 2 **Expectativas de Inflación y Objetivo de Saldos Acumulados (“Corto”)**
Por ciento



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

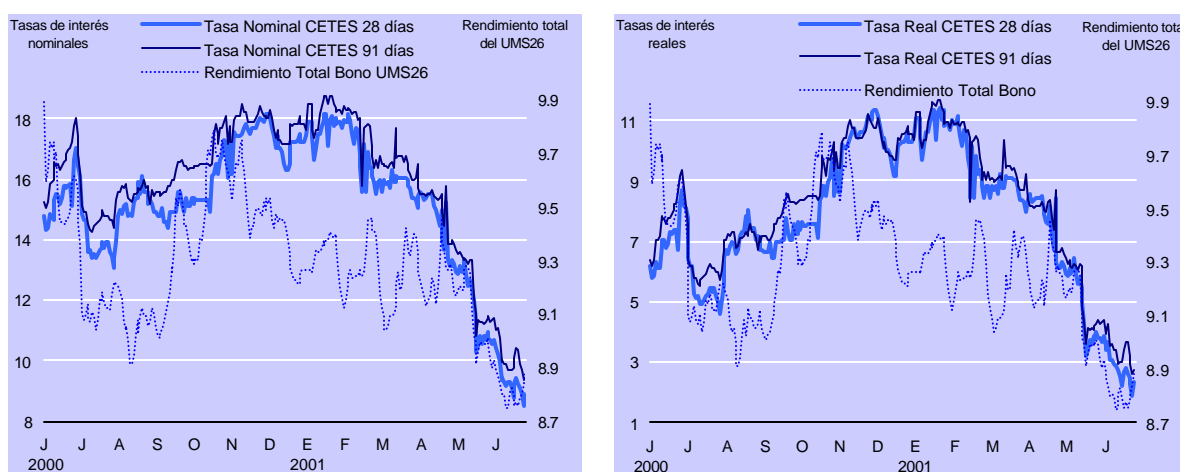
Al cierre de marzo, las expectativas de inflación para los siguientes 12 meses también mejoraron con respecto al nivel reportado en diciembre 2000. En este caso, la disminución fue de 0.49 puntos porcentuales para situarse en 7.09 por ciento.

Las tasas de interés, nominales y reales, se mantuvieron en un nivel elevado en los primeros meses del año (Gráfica 3). Después de la ampliación del “corto” acordada el 12 de enero, las tasas nominales de interés de los Cetes a 28 y 91 días se incrementaron en 29 y 82 puntos base, respectivamente, del cierre del día anterior al incremento del “corto” al del día posterior.

A mediados de febrero tuvo lugar una reducción importante tanto de las tasas de interés nominales como de las reales. Esta reacción probablemente estuvo relacionada con los resultados

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

Gráfica 3 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales^{1/} y Rendimiento Total del Bono UMS26
Por ciento



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

El 18 de mayo de 2001, el Banco de México anunció la reducción del “corto” de 400 a 350 millones de pesos, manteniéndolo en ese nivel durante el resto del segundo trimestre. Esta medida estuvo motivada por dos factores: la evolución favorable de la inflación y la mitigación de algunos de los elementos de riesgo identificados al principio del año como obstáculos potenciales para el cumplimiento del objetivo de inflación para 2001.

Al momento de modificarse la postura de la política monetaria, la inflación anual del INPC había descendido de 8.96 por ciento en diciembre de 2000 a 7.11 por ciento en abril de 2001. En dicho periodo, la inflación subyacente había disminuido de 7.52 a 6.44 por ciento.

Como consecuencia de la tendencia mostrada por el crecimiento de los precios, las expectativas de inflación del sector

privado para 2001 habían pasado de 7.58 por ciento en diciembre de 2000 a 6.87 por ciento en abril de 2001.

En el ámbito externo, la desaceleración de la economía de los Estados Unidos durante el transcurso del año había resultado mayor que la anticipada. El debilitamiento de la actividad económica en el país vecino propició una disminución de la tasa de crecimiento anual del PIB de México, de 5.1 por ciento en el cuarto trimestre de 2000 a 1.9 por ciento en el primero de 2001.

La tasa de expansión de la demanda también había exhibido un rápido ajuste a la baja. Ello se reflejó en una menor disparidad entre el crecimiento de la demanda y de la oferta internas y en un déficit acumulado de la balanza comercial menor que el anticipado. La situación descrita se había reflejado en el mercado laboral vía la pérdida de empleos y el aumento de la tasa de desempleo. Si bien los incrementos salariales contractuales continuaban mostrando una rigidez a la baja, la profundidad de la desaceleración económica hacía razonable suponer que estas revisiones se tornarían más congruentes con los objetivos de inflación y con las menores ganancias en la productividad de la mano de obra.

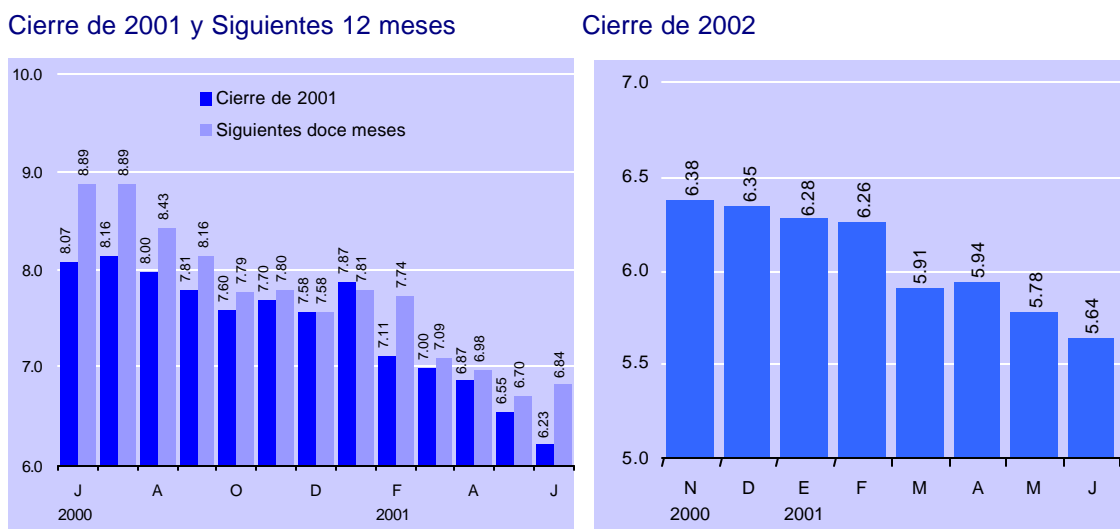
Las perspectivas positivas de mediano plazo para la economía de México y el descenso de las tasas de interés en los Estados Unidos dieron lugar a una significativa entrada de capitales provenientes del exterior, en especial de inversión extranjera directa. De forma complementaria, los participantes en los mercados financieros advirtieron con oportunidad el debilitamiento de los factores de riesgo que podrían haber generado presiones inflacionarias incongruentes con el objetivo. Por todo lo anterior, de enero a mayo las tasas de interés internas de corto plazo se redujeron en aproximadamente 6 puntos porcentuales, alcanzando niveles que no se habían observado desde 1994.

Al menos tres factores sugieren que el diagnóstico sobre la evolución futura de la economía y sobre la inflación realizado al momento del ajuste monetario fue adecuado. Estos son: la moderación de las expectativas de inflación; el deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía de los Estados Unidos y su efecto sobre la producción nacional; y la persistencia de una oferta amplia de capitales externos.

En lo referente a las expectativas de inflación destaca la tendencia a la baja que exhibieron dichas expectativas a lo largo del semestre, en particular las referentes al cierre de 2001. Esta tendencia se consolidó en el trimestre abril-junio (Gráfica 4). En mayo y junio se observaron reducciones significativas,

alcanzándose hacia finales de ese periodo un nivel de 6.23 por ciento. Lo anterior indica claramente que los analistas del sector privado anticipaban que se cumpliría el objetivo de inflación. En suma, la modificación del “corto” fue percibida como congruente con el logro de dicho objetivo.

Gráfica 4 Evolución de las Expectativas de Inflación
Variación anual en por ciento



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

Las expectativas de inflación para los siguientes 12 meses también fueron reduciéndose. Así, los pronósticos pasaron de un nivel de 6.98 por ciento en abril a 6.84 por ciento en junio. Sin embargo, dichas predicciones se mantenían por arriba de la inflación esperada para 2001. Este fenómeno se hizo evidente desde febrero y ha resultado un tanto paradójico. Esto último, toda vez que las expectativas correspondientes para 2002 también se ubicaron por debajo de la inflación esperada para 2001. Es probable que este hecho respondiera al efecto que la aprobación de la reforma fiscal pudiera tener sobre la inflación esperada. Por otro lado, los analistas podrían haber estado previendo cierta inestabilidad transitoria en ausencia de la reforma fiscal, lo cual incidiría temporalmente sobre la inflación.

A lo largo del segundo trimestre las tasas de interés, nominales y reales, se mantuvieron en una tendencia descendente (Gráfica 3). En lo específico, en ciertos subperíodos se presentaron ajustes significativos a la baja. Así, del 16 al 30 de abril las tasas nominales de los Cetes a 28 días disminuyeron de 15.5 a 13.15 por ciento. Por otra parte, del 17 al 22 de mayo, dichas tasas pasaron

de 12.4 a 10.3 por ciento. A finales del trimestre ocurrió un tercer ajuste importante, bajando dichas tasas nominales de 10.7 por ciento el 5 de junio a 8.9 por ciento el 29 de junio. En cuanto a las tasas de interés externas, durante el trimestre éstas experimentaron una reducción. Como resultado de lo anterior, el diferencial entre las tasas nominales internas y las externas se estrechó en el trimestre. La evolución descrita ha respondido a los siguientes factores: a los resultados favorables obtenidos en materia de inflación, a la moderación de la restricción monetaria, a la reducción de las tasas de interés externas y a la entrada de capitales.

En síntesis, en respuesta a la trayectoria favorable de la inflación y a las implicaciones positivas de la coyuntura económica actual sobre las perspectivas inflacionarias, las tasas de interés nominales y reales se redujeron en 6.43 y 5.94 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2001. Este relajamiento de las condiciones monetarias fue producto tanto del ajuste automático realizado por el mercado a consecuencia del cambio de percepción sobre la evolución futura de la inflación como de la reducción del “corto” que tuvo lugar el 18 de mayo.

El ajuste del “corto” validó la disminución de las tasas de interés internas y la menor brecha entre éstas y las externas, fenómeno que había sido propiciado por el cambio de percepción de los participantes en los mercados financieros. Al mismo tiempo, la evolución de las expectativas de inflación sugiere que dicha modificación fue considerada congruente con el cumplimiento del objetivo de inflación para el año. Sin embargo, debe reiterarse que algunos factores de riesgo identificados en los Informes trimestrales sobre la Inflación no se habían disipado. En particular, si bien las condiciones en el mercado laboral indicaban que posiblemente en los meses siguientes ocurriera una modificación a la baja de los incrementos nominales de los salarios contractuales, hasta junio no se tenía evidencia de que este ajuste se estuviera materializando. Otro factor de riesgo es que las expectativas para el cierre de 2002 y 2003 todavía eran superiores a los objetivos de inflación correspondientes.

El Banco de México convocó el 22 de junio a las instituciones de crédito del país que así lo desearan, a constituir depósitos en el Instituto Central a un plazo de 3 años. Estos depósitos devengarán intereses cada 28 días a una tasa igual al promedio aritmético de la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a plazo de 28 días de cada uno de los días del periodo respectivo. Mediante la constitución de dichos depósitos, el Banco de México mantendrá una posición acreedora de liquidez

frente al sistema bancario. Ello permitirá conservar la efectividad de la política monetaria para influir sobre la evolución de las tasas de interés de corto plazo.

El Banco de México repondrá toda la liquidez que retire por virtud de la constitución de los depósitos antes descritos, a través de sus operaciones de mercado abierto a muy corto plazo que efectúa cotidianamente. De ahí que el monto total de recursos en el mercado de dinero quedará inalterado. Por tanto, la postura de la política monetaria del Banco Central no sufrió cambio alguno por esta medida.

I.4. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales Netos

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

Durante el primer trimestre de 2001 el monto demandado de base monetaria disminuyó 32,833 millones de pesos (Cuadro 2). Esta contracción se debió principalmente al fuerte descenso estacional que año con año se presenta en este periodo². Este comportamiento fue muy similar al pronosticado, teniendo una desviación promedio de -2.4 por ciento.

Durante el segundo trimestre de 2001 la tasa de crecimiento nominal de la base monetaria continuó reduciéndose. En junio el saldo promedio de dicho agregado registró un incremento nominal anual de 10.4 por ciento, el cual resultó sustancialmente menor que el observado en el mismo mes del año pasado (32.1 por ciento). La disminución fue mayor que la anticipada ya que la expansión de la actividad económica ha sido más lenta que la supuesta para la elaboración del pronóstico publicado en el programa monetario dado a conocer en enero. Así,

² La base monetaria disminuye durante los primeros meses del año y aumenta sensiblemente hacia finales del mismo. Este patrón refleja de forma cercana el comportamiento del gasto del público.

durante el segundo trimestre la desviación respecto a dicho pronóstico fue en promedio de -3.8 por ciento. No obstante lo anterior, en lo que ha transcurrido del año la base monetaria ha crecido a un ritmo superior al de la actividad económica, lo que implica que todavía continúa, aunque de manera más moderada, el proceso de remonetización que se ha observado desde 1997.

Cuadro 2 Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
Millones

	Saldos		Flujos efectivos enero -marzo 2001	Flujos efectivos abril -junio 2001	Flujos efectivos acumulados en el año ^{1/} Al 29 Jun. 2001
	Al 30 Dic. 2000	Al 29 Jun. 2001			
(A) Base Monetaria (Pesos)	208,943	180,734	-32,833	4,624	-28,209
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{2/}	342,386	370,686	46,162	4,677	50,839
Activos Internacionales Netos (Dólares de E.U.) ^{2/}	35,629	40,866	4,716	521	5,237
Variación de Activos Internacionales Netos			4,716	521	5,237
<i>Pemex (Dólares de E.U.)</i>			3,820	1,234	5,054
<i>Gobierno Federal (Dólares de E.U.)</i>			-238	-1,751	-1,989
<i>Compras por mecanismo de opciones</i>			735	628	1,363
<i>Otros (Dólares de E.U.) ^{3/}</i>			399	410	809
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-133,443	-189,952	-78,995	-53	-79,048
Memorándum:					
(D) Reserva Internacional ^{4/} (Dólares de E.U.)	33,555	38,730	4,481	695	5,175

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

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

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

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

Cabe mencionar que, a diferencia de otros años, en su Programa Monetario para 2001 el Banco de México no fijó límites a la variación del crédito interno neto³. Durante el primer semestre su saldo se redujo en 79,048 millones de pesos. Lo anterior se explica por la mencionada disminución en la demanda de base monetaria y por una importante acumulación de activos internacionales (5,237 millones de dólares).

El 18 de mayo de 2001, la Comisión de Cambios, integrada por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México, resolvió suspender hasta nuevo aviso las opciones de venta de divisas al Banco Central. Ello, a partir de la subasta correspondiente al 29 de junio de 2001.

³ La variación del crédito interno neto se obtiene de restar de los flujos acumulados de la base monetaria las variaciones acumuladas de los activos internacionales netos expresados en pesos valuados al tipo de cambio de cada operación.

El referido mecanismo de opciones cumplió exitosamente con los objetivos para los cuales fue creado. Este mecanismo permitió al Banco de México una importante acumulación de activos internacionales. Lo anterior, sin crear distorsiones en el mercado de cambios y coadyuvando al mejoramiento de los términos de contratación de los financiamientos internos y externos del Gobierno Federal. Por dicha vía, el Banco de México adquirió 12,117 millones de dólares, contribuyendo a que los activos internacionales netos al 29 de junio de 2001 sumaran 40,866 millones de dólares. Como se ha comentado, se trata de un saldo de activos internacionales históricamente alto. A la luz de lo anterior, se consideró conveniente no continuar con la acumulación a través de dicho mecanismo.

Por otra parte, con el propósito de mantener la simetría del régimen de flotación vigente, la Comisión de Cambios decidió suspender a partir del 2 de julio el esquema de ventas contingentes de dólares. Conforme a éste último, el Instituto Central ofrecía diariamente mediante subasta 200 millones, a un tipo de cambio por lo menos 2 por ciento superior al del día hábil inmediato anterior.

II. Conclusiones

En congruencia con lo que se anticipó en el Programa Monetario para 2001, la evolución de la economía de México y de la inflación durante los primeros seis meses del año estuvo condicionada por los siguientes tres factores:

- (a) la desaceleración económica en los Estados Unidos y sus repercusiones sobre la economía mundial;
- (b) el debilitamiento de la demanda interna; y
- (c) la disponibilidad y términos del financiamiento externo.

La disminución del ritmo de crecimiento económico en los Estados Unidos ha sido mayor que la prevista y su incidencia desfavorable sobre las exportaciones y la producción industrial de México también más severa. La estrecha integración de los sectores manufactureros de México y de los Estados Unidos explica tanto la alta correlación de la actividad industrial en ambos países como la rapidez con la cual se transmitió hacia México la desaceleración de los Estados Unidos.

La tasa de crecimiento de casi todos los componentes de la demanda agregada se redujo considerablemente como consecuencia de la pérdida de vigor del sector industrial en México. La evidencia disponible sugiere, utilizando series desestacionalizadas, que en la primera mitad del año el aumento de la demanda interna fue menor que el de la oferta interna. Por ello, el déficit comercial con el exterior en términos desestacionalizados es menos amplio. Estos fenómenos se han traducido en una demanda de recursos externos inferior a la prevista.

Durante el primer semestre, México experimentó una cuantiosa oferta de recursos del exterior. Lo anterior respondió a varios factores causales, entre los que destacan los siguientes:

- (a) la percepción favorable de los mercados respecto al compromiso firme de las autoridades con el fortalecimiento de la estabilidad macroeconómica;
- (b) la desaceleración reciente de la actividad económica no ha afectado las perspectivas de expansión de la economía mexicana en el mediano y largo plazos;

- (c) la expectativa de una conclusión exitosa de la reforma fiscal y de que, en el futuro cercano, se avance en los temas pendientes de la reforma estructural; y
- (d) la menor vulnerabilidad financiera de la economía nacional.

La combinación de una más reducida demanda de recursos externos con una mayor oferta de los mismos ha redundado en la apreciación del tipo de cambio, además de coadyuvar a la estabilidad de las principales variables financieras.

Por todo lo anterior, puede decirse que la economía de México ha entrado de manera ordenada a la parte baja del ciclo económico. Esta fase se ha transmitido de los Estados Unidos a la economía mundial y ha tenido su impacto más intenso sobre aquellos países con los que dicha nación tiene vínculos comerciales más estrechos. Este contexto ha coadyuvado al descenso de la inflación interna. Ello explica en parte que en el segundo trimestre del año continuara la reducción tanto de la inflación general como de la subyacente.

Asimismo, debido a que no se materializaron las presiones inflacionarias que se temían a principio de año, durante el semestre las tasas de interés internas nominales y reales disminuyeron considerablemente. Este descenso fue validado por la autoridad monetaria al reducir el “corto” el 18 de mayo.

La evolución de la economía nacional a lo largo de los últimos meses sugiere que el crecimiento anual será más bajo que el previsto al inicio del año. Asimismo, también es posible anticipar que se cumplirá con el objetivo de inflación en 2001.

* * *

La Junta de Gobierno del Banco de México considera que las condiciones monetarias menos restrictivas que actualmente prevalecen –producto de la disminución sustancial que han experimentado las tasas de interés reales– son compatibles con los objetivos de inflación de corto y mediano plazos.

Sin menoscabo de lo anterior, la Junta de Gobierno no desestima la importancia de los factores de naturaleza transitoria que han dado lugar a un más rápido descenso de la inflación general que de la subyacente. Por ejemplo, el efecto favorable sobre la inflación general de la evolución de los subíndices de precios de los productos agropecuarios y de los administrados y concertados por el sector público. Tampoco deja de advertir la casi

completa cancelación del efecto positivo de la apreciación del tipo de cambio sobre la inflación subyacente causada por la rigidez a la baja de los incrementos salariales contractuales.

En la medida en que se logren concretar reformas estructurales aún pendientes, como la fiscal y la del sector energético, y se persevere en la consecución de los objetivos de inflación, se avanzará en la consolidación de la estabilidad macroeconómica. Como resultado de ello, la economía gozaría de una mayor capacidad de respuesta y recuperación ante perturbaciones externas e internas y ampliaría sus posibilidades de crecimiento de largo plazo. No hay prioridad más urgente que la remoción de todos aquellos factores que siguen interfiriendo con el fortalecimiento de un entorno conducente a una elevación continua del bienestar de la población. La oportunidad de conseguirlo está al alcance y no debe desaprovecharse.