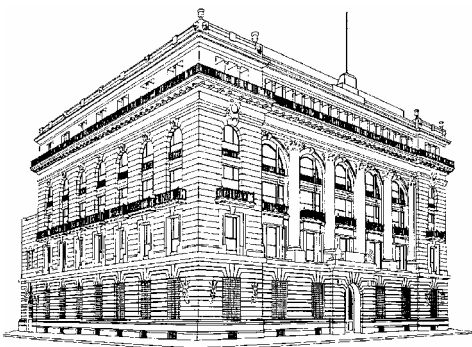


# Política Monetaria

---

Informe sobre el primer  
semestre de 2003



BANCO DE MEXICO

SEPTIEMBRE, 2003



JUNTA DE GOBIERNO

GOBERNADOR

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

SUBGOBERNADORES

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜÉMEZ 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 1° de enero al 31 de diciembre de 2003.*

*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. Introducción

---

El Banco de México tiene, por mandato constitucional, la encomienda prioritaria de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Lo anterior implica alcanzar y mantener una inflación baja y estable. Esta constituye la mejor contribución que un banco central puede hacer para aumentar el bienestar de la población.

Ante los cambios que ha experimentado la economía de México en los últimos años, el esquema de política monetaria se ha modificado con el fin de incrementar su efectividad y transparencia. Esta evolución ha conducido a un esquema de objetivos de inflación, el cual se caracteriza por la importancia que tienen el anuncio de las metas explícitas de inflación para el corto y largo plazos y por la estrecha comunicación del Banco Central con la sociedad. Uno de los elementos fundamentales para lograr la credibilidad del público en las metas de inflación es tanto el cumplimiento de las mismas como una explicación clara y oportuna de las causas de las desviaciones temporales que eventualmente pudieran presentarse. Por tanto, para alcanzar sus objetivos la autoridad monetaria debe fundar sus decisiones en una evaluación muy cuidadosa y continua de la perspectiva de las presiones inflacionarias. El resultado de dicho análisis se difunde ampliamente a través de las diferentes publicaciones del Banco de México<sup>1</sup>.

Conforme al esquema de objetivos de inflación, en 2002 la Junta de Gobierno de Banco de México precisó que la política monetaria se conducirá con el fin de alcanzar en diciembre de 2003 una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento y de mantenerla permanentemente alrededor de ese nivel. Aunque la política monetaria se aplique con la finalidad de llegar al objetivo planeado, su cumplimiento está sujeto a un cierto grado de incertidumbre. Lo anterior debido, por un lado, a las múltiples perturbaciones a las que está expuesta la economía y, por ende, el proceso de formación de precios. Por otro lado, a que la relación entre las acciones de la política monetaria y

---

<sup>1</sup> En adición a los informes a los que se refiere el artículo 51 de la Ley del Banco de México, a partir de abril de 2000 este Instituto Central publica Informes Trimestrales sobre la Inflación en los meses de enero, abril, julio y octubre. Estos informes contienen la descripción detallada de la evolución de la inflación y de los principales factores que la afectaron, además de la evaluación del entorno económico y su comportamiento que, sirve de fundamento para las acciones de política monetaria aplicadas con el objeto de cumplir el mandato constitucional asignado.

sus efectos sobre la inflación es imprecisa. Así, la Junta de Gobierno ha decidido establecer alrededor del objetivo de inflación para diciembre de 2003 y para el largo plazo un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual. Este intervalo fue determinado con base en la experiencia histórica, ya que en los periodos de estabilidad la volatilidad de la inflación del INPC ha sido de ese orden de magnitud.

En el Programa Monetario para 2003 se señalaron los principales elementos del esquema de política monetaria de objetivos de inflación seguido por el Banco de México, a saber:

- (a) el objetivo de inflación;
- (b) el marco para la instrumentación de la política monetaria;
- (c) el esquema de referencia para el análisis de la coyuntura económica y de las presiones inflacionarias; y
- (d) la política de comunicación con el público.

En dicho Programa se anticipaba que en 2003, y a diferencia de lo ocurrido en otros años, la inflación del índice subyacente de las mercancías no contribuiría significativamente al descenso de la inflación del INPC<sup>2</sup>. Ello en virtud de la reducida variación en los precios de las referidas mercancías en 2002. De esta manera, se estableció que el reto de la política monetaria a lo largo de 2003 estaría centrado en la evolución de la inflación subyacente de los servicios. Asimismo, el Banco de México previó que a partir del segundo trimestre de 2003 comenzaría a observarse una convergencia rápida de la inflación no subyacente hacia los niveles que ha mostrado la subyacente. Lo anterior, aunado a una disminución gradual de la inflación subyacente, situaría al comportamiento de los precios al consumidor en una trayectoria compatible con la meta de inflación de 3 por ciento, más/menos un punto porcentual, para finales de 2003.

El “corto” es el instrumento que utiliza el Banco de México para inducir los movimientos de las tasas de interés necesarios para facilitar el logro de los objetivos de inflación. En el contexto de la libre flotación, el “corto” ha resultado un instrumento muy eficaz para permitir al mercado distribuir entre el tipo de cambio y las tasas de interés el efecto de perturbaciones externas. Además, la utilización de este mecanismo ha contribuido

---

<sup>2</sup> La transmisión de las fluctuaciones cambiarias a la inflación ha sido menos intensa que con anterioridad, lo cual es síntoma de una mayor credibilidad en el compromiso del Banco Central de cumplir con sus objetivos.



de manera significativa al proceso de desinflación, ya que las tasas de interés nominales y reales han reaccionado a las modificaciones del instrumento.

Las acciones de política monetaria que aplica un banco central inciden sobre la inflación con un rezago considerable y con un grado de incertidumbre importante. Por ello, para alcanzar las metas propuestas, la autoridad monetaria debe actuar con base en una evaluación muy cuidadosa de las perspectivas inflacionarias.

En la siguiente sección se esboza la evolución que tuvieron las principales variables macroeconómicas durante el primer semestre del año. Posteriormente se describen las acciones de política monetaria en el periodo. En esta ocasión se incluye una sección que describe el mecanismo para disminuir el ritmo de acumulación de reservas internacionales. Por último, se identifican los factores de riesgo que eventualmente pudieran alterar el curso de los precios y la posible reacción de la política monetaria de materializarse alguno de ellos.

## II. Entorno Económico en el Primer Semestre

---

Para lograr una conducción exitosa de la política monetaria bajo el régimen de objetivos de inflación, es necesario que el análisis de la evolución de la economía se enfoque principalmente a las repercusiones de la misma sobre la trayectoria de la inflación. A continuación se examina, en primer lugar, la evolución del entorno internacional. Ello es relevante ya que, a través de sus efectos sobre las cuentas externas del país, incide en la determinación del tipo de cambio, la producción, la demanda agregada y los precios. Posteriormente, se describe la evolución de la demanda y de la oferta agregadas. El análisis de dichas variables permite identificar, entre otros, la existencia de presiones inflacionarias que se deriven de posibles excesos de demanda agregada. Estos últimos también se manifiestan en el resultado de la cuenta corriente, cuyo análisis viene acompañado del correspondiente a la cuenta de capital. Enseguida se revisa la trayectoria de los salarios y de la productividad. Estos son factores causales directos de los costos unitarios de la mano de obra, los cuales tienen una influencia significativa sobre el proceso inflacionario. Finalmente, se reporta la evolución de la inflación medida a través de los distintos índices de precios.

\* \* \*

Durante el primer trimestre de 2003 el entorno externo influyó de manera desfavorable sobre la actividad económica nacional, aunque ello posiblemente contribuyó a reducir las presiones inflacionarias en México, a través de un menor crecimiento de la demanda agregada y de la menor inflación de nuestros principales socios comerciales. Durante el trimestre referido, el retraso en la recuperación de la actividad productiva mundial fue atribuible, en cierta medida, a la incertidumbre asociada con el conflicto bélico en Irak. Ello se reflejó en una expansión del PIB en los Estados Unidos a tasa trimestral anualizada de 1.4 por ciento. La falta de claridad en cuanto a la duración del conflicto, sus costos y sus consecuencias, causó volatilidad en los precios internacionales del petróleo y provocó pérdida de confianza de los consumidores e inversionistas de todo el mundo. Lo anterior se reflejó en los mercados financieros y dio lugar a caídas en los índices bursátiles de los países desarrollados.

La economía de los Estados Unidos mostró un panorama más favorable durante el segundo trimestre, luego del debilitamiento de la recuperación experimentado desde el otoño pasado. El PIB se expandió a una tasa mayor a la anticipada (trimestral anualizada de 3.3%), y los mercados financieros internacionales mostraron una reacción relativamente favorable al generalizarse las expectativas de una recuperación más vigorosa en la segunda parte del año. En ello han influido la disipación del clima de incertidumbre prevaleciente en los primeros meses del año, el relajamiento de la postura fiscal y, en general, las favorables condiciones financieras. En particular, se espera que continúe el fortalecimiento de la demanda interna en la segunda mitad del año, al entrar en vigor a partir de julio la reducción de impuestos proveniente del paquete de estímulos fiscales.

La recuperación descrita no se ha afianzado plenamente. Por una parte, no se ha alcanzado una tasa de crecimiento lo suficientemente elevada como para disminuir en forma generalizada la capacidad ociosa y para contrarrestar la fuerte caída en el empleo. Esto último refleja en buena medida la reducción en la nómina del sector industrial, que manifiesta un claro retraso respecto al de los servicios. Por otro lado, el mejor desempeño de la inversión fija no residencial en el segundo trimestre es un signo alentador, no obstante que persiste la incertidumbre respecto a las perspectivas para el gasto de capital de las empresas. La reactivación de la formación de capital es fundamental para asegurar que la recuperación sea vigorosa y duradera. Cabe notar que, al ser la expansión de la economía de los Estados Unidos el principal factor de impulso a la recuperación global, ello se ha

traducido en un deterioro adicional de su ya elevado déficit en cuenta corriente.

Al mismo tiempo, se ha registrado un repunte en la actividad económica en Japón, pero la recuperación en los países que conforman la Unión Monetaria Europea se ha vuelto a demorar. Por otra parte, Canadá y el Reino Unido registraron una desaceleración en su ritmo de crecimiento en el primer semestre de 2003.

Finalmente, la situación económica en las principales economías de América Latina se ha estabilizado y las condiciones de acceso a los mercados internacionales de capital han mejorado para la mayoría de los países de la región con respecto a las prevalecientes el año pasado. Como quiera, para este año continúa esperándose un modesto crecimiento regional.

\* \* \*

En México, la evolución de la oferta y la demanda agregadas durante el primer semestre de 2003 fue débil, destacándose en ello un moderado crecimiento anual del PIB. No obstante, las cifras trimestrales desestacionalizadas presentan para el segundo trimestre una recuperación de la demanda interna (consumo e inversión), mientras que prevaleció la atonía de la demanda externa.

Así, con datos desestacionalizados, el crecimiento trimestral del consumo total pasó de 0.6 por ciento en el primer trimestre a 1.2 por ciento en el segundo trimestre. Esta mejoría fue resultado de mayores crecimientos tanto del consumo privado, como del consumo público. Por su parte, el gasto en formación de capital también se acrecentó 2.8 por ciento a tasa trimestral en el segundo trimestre. Esta evolución se originó fundamentalmente en una mayor inversión pública, toda vez que la del sector privado se mantuvo prácticamente sin cambio en ese periodo. En cuanto al comportamiento reciente de la demanda externa, éste se ha caracterizado por una marcada debilidad. Por el lado de la oferta, las variaciones trimestrales del PIB y de las importaciones de bienes y servicios pasaron de -0.4 y -3.9 por ciento en el primer trimestre, a 1.2 y 0.5 por ciento en el segundo.

Durante el primer semestre de 2003 la oferta y la demanda agregadas registraron un crecimiento anual de 0.2 por ciento. Por el lado de la oferta agregada su crecimiento en ese periodo provino de un incremento anual del PIB de 1.2 por ciento,

que contrarrestó la caída anual de las importaciones de bienes y servicios de 2.4 por ciento. En cuanto a la demanda agregada, sólo el consumo total aumentó en ese lapso (2.2 por ciento), ya que la inversión total se redujo 1.6 por ciento, en tanto que las exportaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento nulo. El crecimiento anual del consumo total se derivó de aumentos de 2.2 por ciento del consumo privado y de 2 por ciento del consumo público. A su vez, la evolución de la formación de capital estuvo determinada por una caída en la inversión privada (-4.6 por ciento), que anuló el importante incremento que experimentó la inversión pública (de 19.5 por ciento).

\* \* \*

La evolución del sector externo de la economía mexicana durante el primer semestre de 2003 se caracterizó por los siguientes aspectos: a) una reducción anual de las exportaciones no petroleras y un virtual estancamiento de las importaciones de mercancías; b) déficits reducidos de la balanza comercial y de la cuenta corriente; c) un movimiento positivo del ingreso por remesas familiares del exterior; d) un superávit moderado en la cuenta de capital, mismo que estuvo conformado en buena medida con recursos financieros de largo plazo destinados al sector privado; y, e) una acumulación neta de reservas internacionales.

Durante el segundo trimestre de 2003 se observó una mejoría en las condiciones de acceso de México al financiamiento externo. Las tasas de interés sobre la deuda externa mexicana alcanzaron niveles cercanos a sus mínimos históricos. Por otra parte, en el primer semestre de 2003 la reducción del saldo negativo de la cuenta corriente de la balanza de pagos reflejó el ajuste ordenado de la economía ante la debilidad de la demanda interna y externa. Así, en el periodo referido dicha cuenta registró un déficit reducido, lo que se tradujo en una demanda moderada de recursos financieros externos. Esto último también obedeció a una recomposición de pasivos por parte de los emisores privados, quienes han acudido más al mercado interno con el objeto de reducir su endeudamiento con el exterior. En este contexto, el tipo de cambio finalizó la tendencia hacia la depreciación que había mostrado durante el trimestre previo. Al cierre del primer semestre la paridad se mantuvo en niveles similares a los registrados a finales de 2002.

\* \* \*

Durante el primer semestre de 2003 el mercado laboral en México continuó mostrando signos de debilidad, como reflejo de la atonía de la actividad productiva. Por un lado, el empleo formal se contrajo, mientras que los principales indicadores de desempleo incrementaron ligeramente sus niveles. Por otro lado, continuó presentándose una migración del empleo del sector formal al informal. Este movimiento hacia actividades informales seguramente incide en una disminución en la productividad media en la economía.

En el periodo enero-junio las remuneraciones nominales por trabajador en los diferentes sectores tuvieron una variación anual promedio en un intervalo de 4.1 a 8.5 por ciento, lo cual implicó incrementos reales de -0.9 a 3.3 por ciento. Para el mismo periodo, en los casos de la industria manufacturera y maquiladora el incremento de su productividad resultó más que suficiente para compensar el alza que experimentaron los salarios reales. Esto no ocurrió en el sector de comercio al menudeo y, por tanto, los costos unitarios en este último crecieron.

Los distintos indicadores de empleo formal perdieron fortaleza en el primer semestre del año. Al término de junio, el número de trabajadores asegurados en el IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se ubicó en 12,205,240 personas, es decir, 20,342 por debajo del nivel de diciembre de 2002. Esta reducción se compara desfavorablemente con la creación de poco más de 69 mil empleos lograda durante el mismo semestre de 2002. En cuanto a la composición del empleo formal, destaca que durante el primer semestre del año el número de asegurados permanentes disminuyó en aproximadamente 99 mil, mientras que el de asegurados eventuales urbanos aumentó en 79 mil.

Por otra parte, el crecimiento de los salarios contractuales siguió mostrando resistencia a la baja, situándose su promedio en el semestre ligeramente por encima de 5 por ciento.<sup>3</sup> Estas tasas son todavía elevadas dada la holgura prevaleciente en el mercado laboral. Lo anterior ha limitado la recuperación de la ocupación. Para generar empleos a una tasa congruente con la expansión de la fuerza laboral y comenzar a recuperar los puestos de trabajo que se han perdido desde 2001, es conveniente que los aumentos salariales reflejen la situación del mercado laboral.

\* \* \*

---

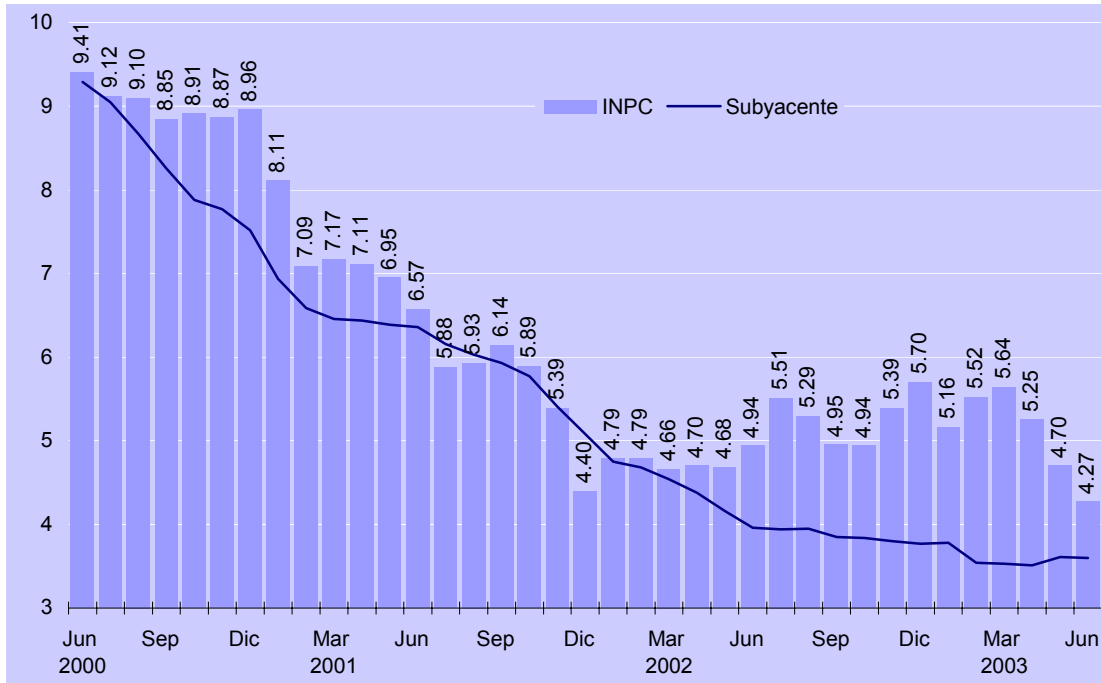
<sup>3</sup> Ponderado por número de trabajadores.

La Junta de Gobierno del Banco de México considera que, en lo que resta del año, la inflación anual general continuará su tendencia hacia el objetivo de 3 por ciento, mientras que la inflación subyacente permanecerá dentro del intervalo de variabilidad establecido para la inflación del INPC. Sin embargo, este escenario no está exento de riesgos, tanto de índole externa como interna.

La trayectoria de los precios resultó en su conjunto favorable. En junio de 2003 se registró una inflación anual del INPC de 4.27 por ciento, lo que significó una reducción de 1.43 puntos porcentuales con respecto a la cifra correspondiente a diciembre anterior. Dicha tasa es la más baja para junio desde que se inició el cálculo del índice. Por otra parte, en el mismo lapso la inflación anual subyacente disminuyó marginalmente en 0.17 puntos porcentuales, al pasar de 3.77 por ciento en diciembre a 3.60 por ciento en junio. La disminución de la inflación general es atribuible a la caída significativa que tuvieron tanto la variación anual de los precios de los productos agropecuarios, como la de los bienes con precios administrados y concertados.

**Gráfica 1 Índice Nacional de Precios al Consumidor e Índice de Precios Subyacente**

Variación anual en por ciento



La inflación anual de los productos agropecuarios exhibió una alta volatilidad durante el primer semestre de 2003: aumentó

durante el primer trimestre, pero su tasa se redujo en junio en más de la mitad con respecto a la alcanzada en marzo. La inflación anual del subíndice de los bienes con precios administrados y concertados tuvo una marcada reducción debido al decremento en los precios de la electricidad. Cabe mencionar que la caída que experimentó el precio de la electricidad en abril y mayo fue consecuencia del efecto estacional derivado de la entrada en vigor de las tarifas de verano. Así pues, se trata de un aspecto temporal que se revertirá en los meses de octubre y, principalmente, noviembre.

**Cuadro 1** **Índices de Precios: INPC, Subyacente, Productos Agropecuarios, Educación y Administrados y Concertados**  
Por ciento

	Variaciones Anuales			Variaciones Semestrales		
	Jun-2003/ Jun-2002	Dic-2002/ Dic-2001	Jun-2002/ Jun-2001	Jun-2003/ Dic-2002	Dic-2002/ Jun-2002	Jun-2002/ Dic-2001
<b>INPC</b>	4.27	5.70	4.94	1.25	2.99	2.63
<b>Subyacente</b>	3.60	3.77	3.96	2.23	1.34	2.40
<b>Mercancías</b>	2.16	1.95	1.99	1.43	0.72	1.22
<b>Servicios</b>	5.25	6.23	6.81	3.12	2.07	4.08
<b>Agropecuarios</b>	6.09	8.65	5.15	-2.29	8.59	0.06
<b>Frutas y Verduras</b>	6.49	22.23	12.82	-10.18	18.55	3.10
<b>Resto de Agropecuarios</b>	5.81	-0.10	0.42	3.85	1.88	-1.95
<b>Educación</b>	10.31	10.04	13.16	1.43	8.76	1.18
<b>Administrados y Concertados</b>	4.21	10.96	6.93	-0.92	5.17	5.50
<b>Administrados</b>	6.86	16.84	7.27	-3.26	10.46	5.78
<b>Concertados</b>	2.01	6.12	6.66	1.21	0.79	5.28

Al cierre de junio de 2003, la inflación anual subyacente de las mercancías registró un incremento de 0.21 puntos porcentuales con respecto al término de 2002. Por su parte, la variación anual del subíndice subyacente de servicios pasó de 6.23 por ciento a 5.25 por ciento en el mismo lapso.

### III. La Política Monetaria durante el Primer Semestre de 2003

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

En el primer trimestre de 2003 la Junta de Gobierno del Banco de México reiteró la restricción monetaria en tres ocasiones, con lo cual el “corto” pasó de 475 a 700 millones de pesos. Los tres aumentos del “corto” registrados en el periodo se sumaron a las

dos acciones en el mismo sentido que se tomaron en el segundo semestre de 2002.

Dichos cambios de política monetaria estuvieron fundamentalmente enfocados a inducir una inflexión a la baja de las expectativas inflacionarias del público, así como a generar condiciones monetarias conducentes a que la inflación convergiera de manera sostenible hacia la meta. Las referidas acciones de restricción monetaria se adoptaron porque la economía enfrentó diversas perturbaciones de oferta, que hubieran podido poner en riesgo el proceso de estabilización de precios. Estas perturbaciones de oferta se reflejaron principalmente en un alza del componente no subyacente de la inflación general, particularmente sobre los precios de los productos agropecuarios y de los bienes y servicios administrados. A ello había que agregar las presiones sobre la inflación relacionadas con la depreciación del tipo de cambio ocurrida al final de 2002 y en el primer trimestre de 2003.

Los mercados financieros nacionales reaccionaron de manera congruente con lo descrito. Así, las tasas de interés internas aumentaron en los días subsecuentes a las acciones de política monetaria adoptadas el 10 de enero, 7 de febrero y 28 de marzo. Cabe señalar que al cierre del primer trimestre las tasas de “fondeo” bancario y gubernamental habían aumentado 67 y 53 puntos base, respectivamente con relación al último día de 2002. Asimismo, las tasas de interés de los Cetes a 28 y a 91 días en subasta primaria tuvieron alzas respectivas de 145 y 129 puntos base de la última semana de 2002 a la última de marzo de 2003.

Estos incrementos contrastaron con el bajo nivel y estabilidad de las tasas de interés en los Estados Unidos, así como con la reducción que registró el rendimiento total de los bonos soberanos de México colocados en el exterior. Además, el incremento del rendimiento real de los instrumentos financieros en México ocurrió cuando las tasas reales de los activos de corto plazo en los Estados Unidos eran negativas.

En cuanto a la instrumentación de la política monetaria en el primer trimestre de 2003, se anunciaron dos importantes medidas:

- (a) La constitución de un depósito de regulación monetaria en el Banco de México por parte de las instituciones de crédito por 30 mil millones de pesos, a fin de que el Instituto Central mantuviese una posición de liquidez acreedora frente al sistema bancario. Ello con la intención de que la política monetaria conservara su



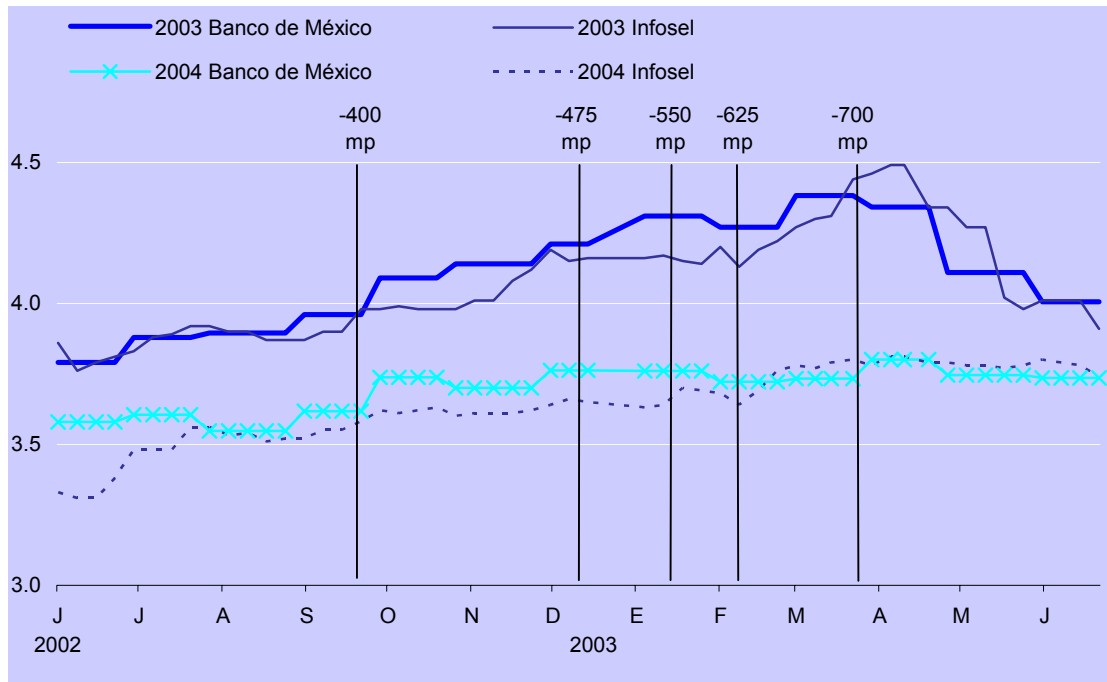
efectividad para influir sobre el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo; y,

- (b) La sustitución, a partir del 10 de abril, del régimen de saldos acumulados en las cuentas corrientes que el Banco de México lleva a la banca por uno de saldos diarios. Así, si bien al 9 de abril el objetivo de saldos acumulados para periodos de 28 días (“corto”) correspondía a 700 millones de pesos, a partir del día siguiente el objetivo de saldos diarios resultó de 25 millones (700 millones de pesos ÷ 28 días = 25 millones de pesos diarios). De esta manera, con dicha medida la postura de la política monetaria compatible con un nivel determinado del “corto” permaneció inalterada. La modificación se adoptó por dos razones. En primer lugar, porque se habían reducido las ventajas de contar con un esquema que permitía compensar saldos positivos y negativos dentro del periodo de medición de los saldos acumulados (28 días). Ello tuvo su origen, fundamentalmente, en la adopción de algunas mejoras operativas que permitieron realizar una programación financiera más precisa. En segundo lugar, porque es un mecanismo más transparente.

Es importante reiterar que ninguna de las dos medidas anteriores modificó la liquidez del sistema, por lo que no implicaron un cambio en la postura de la política monetaria.

Por su parte, durante el segundo trimestre de 2003 el “corto” se mantuvo sin cambios. En este periodo fueron teniendo efecto las restricciones monetarias instrumentadas con anterioridad. A su vez, en el curso de dicho trimestre la inflación anual no subyacente comenzó a mostrar una marcada inflexión a la baja. A este respecto, vale notar que su ascenso previo, ocasionado en parte por el incremento en las tarifas eléctricas en 2002, parece no haber contaminado a la inflación subyacente. Adicionalmente, las condiciones monetarias que se conformaron mediante las restricciones previas indujeron un cambio de tendencia en las expectativas de inflación del sector privado para el cierre del año (Gráfica 2).

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



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

Para analizar la evolución de las condiciones monetarias de abril a junio de 2003, a continuación se hace un breve recuento de lo ocurrido en los mercados financieros de México, en el marco internacional que incidió sobre su evolución.

A lo largo del segundo trimestre de 2003 fue notorio en los mercados financieros mundiales el efecto de la disminución en la tensión geopolítica asociada al conflicto en Irak. Así, en un entorno de menor incertidumbre, se incrementó la demanda de activos de mayor riesgo y comenzaron a recuperarse los principales índices accionarios.

Asimismo, la previsión de una economía mundial débil y la concomitante ausencia de presiones inflacionarias generó la expectativa de que algunos de los principales bancos centrales del mundo continuarían relajando su postura monetaria —lo que efectivamente sucedió. De esa manera, las tasas de interés de valores con diversos plazos de vencimiento cayeron significativamente en la mayoría de las economías industrializadas. En lo tocante a las de mayor plazo, también influyó la menor demanda de crédito, especialmente la relacionada con la inversión no residencial. A esta caída generalizada de tasas también contribuyó la percepción muy difundida de que no se vislumbra en

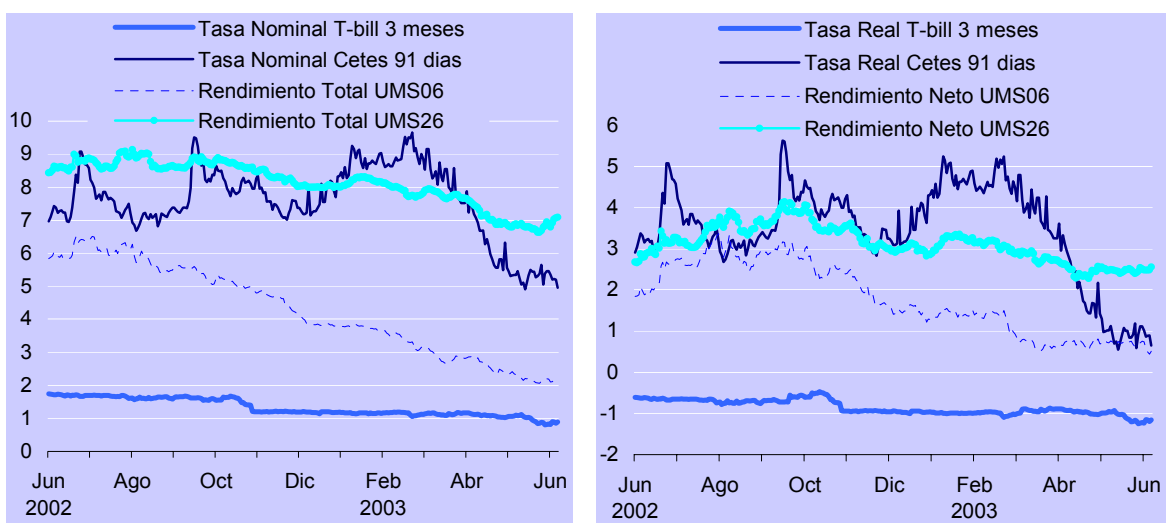
el horizonte un ciclo mundial de acciones restrictivas de política monetaria.

En un contexto de tasas de interés internacionales históricamente bajas y de mayor demanda de títulos de deuda de algunas naciones en desarrollo, las tasas de rendimiento bruto y neto de los bonos mexicanos colocados en el exterior continuaron disminuyendo. La reducción experimentada por las tasas de interés en el exterior, la percepción de un menor riesgo cambiario y el incremento del apetito por riesgo entre los inversionistas, permitieron que también las tasas de interés internas se ajustaran a la baja de manera significativa. Así, la curva de rendimiento se contrajo en todos sus plazos, especialmente en los menores. Las tasas de los Cetes a 28 y 91 días se redujeron en promedio 255 y 238 puntos base entre los trimestres primero y segundo del año. Por su parte, el rendimiento promedio del bono a 10 años disminuyó 135 puntos base durante el mismo lapso.

La evolución de las tasas de interés internas fue congruente con el tránsito ordenado de la economía mexicana a través de la parte baja del ciclo económico. En estas circunstancias, la conducción de la política monetaria se enfocó en dos aspectos principales. Por un lado, permitió una fuerte reducción en las tasas de interés, lo que constituye un aliciente directo al gasto. Por otro, la reducción del ritmo de acumulación de reservas mediante el mecanismo anunciado para tal propósito incrementó, en el margen, los recursos disponibles para financiar actividades productivas (ver sección IV). De esta manera, la política monetaria ha creado condiciones propicias para estimular un mayor crecimiento económico, sin comprometer la meta establecida para la inflación.

**Gráfica 3 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales<sup>1/</sup> y Rendimiento Total del Bono UMS26**

Por ciento



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

### III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

Durante el primer semestre de 2003, la base monetaria continuó creciendo a tasas elevadas (variación anual de 16.6 por ciento del promedio de los saldos de fin de mes) si se les contrasta con la meta de inflación y con el crecimiento esperado del producto. Sin embargo, cabe señalar que ese crecimiento se ha dado a un ritmo similar al pronosticado en el Programa Monetario para dicho periodo. En general, es de esperarse que la base monetaria continúe presentando tasas de crecimiento relativamente elevadas, aunque con una tendencia descendente, con lo cual se anticipa que al cierre del año dicho agregado muestre una variación anual de alrededor de 14 por ciento<sup>4</sup>.

La evidencia histórica permite constatar que en economías con una inflación baja, los efectos de las perturbaciones sobre el ingreso o la tasa de interés se reflejan con mayor lentitud sobre la demanda de saldos monetarios. Las investigaciones sobre el tema también han demostrado que en dichas economías la demanda de dinero se vuelve más sensible a cambios en la tasa de interés. En consecuencia, la repercusión sobre la demanda de dinero de una fuerte caída de las tasas de interés, como la observada durante los últimos dos años en México, ha sido de

<sup>4</sup> Pronóstico publicado en el Programa Monetario para 2003.

mayor magnitud y persistencia que la que se hubiera observado hace una década, cuando existía una mayor inflación<sup>5</sup>. Por tanto, el crecimiento de la base monetaria refleja el notable proceso de remonetización que se ha venido dando en la economía, por lo que es totalmente congruente con la consecución de la meta de inflación.

Por su parte, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó 73,010 millones de pesos en el primer semestre de 2003. Este resultado se explica, en lo fundamental, por la esterilización del impacto monetario derivado del incremento de los activos internacionales. En dicho periodo el saldo de los activos internacionales netos del Banco de México aumentó 4,593 millones de dólares, terminando junio en 55,315 millones.

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

	Saldos		Flujos en 2003		
	Al 31 Dic. 2002	Al 30 Jun. 2003	1 <sup>er</sup> Trimestre	2 <sup>o</sup> Trimestre	Acumulados al 30 de junio de 2003
(A) Base Monetaria (Pesos)	263,937	240,017	-26,087	2,168	-23,919
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) <sup>1/ 2/</sup>	529,503	577,320	35,442	13,649	49,091
Activos Internacionales Netos (Dólares) <sup>2/</sup>	50,722	55,315	3,280	1,312	4,593
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] <sup>1/</sup>	-265,566	-337,303	-61,529	-11,481	-73,010
(D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] <sup>3/</sup>	47,984	53,397	4,004	1,409	5,413
(E) Reserva Bruta (Dólares)	50,674	55,266	3,279	1,313	4,592
Pemex			2,899	3,521	6,420
Gobierno Federal			-96	-1,697	-1,793
Venta de dólares a la banca <sup>4/</sup>				-1,280	-1,280
Otros <sup>5/</sup>			476	769	1,245
(F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	2,690	1,869	-726	-96	-821

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.

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

4/ Corresponde a las ventas diarias de dólares realizadas conforme al mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales (ver comunicado de prensa del Banco de México del 22 de abril de 2003).

5/ Incluye los rendimientos de los activos internacionales netos y otras operaciones.

Dado el nivel que alcanzó el saldo de las reservas internacionales y el ritmo esperado de acumulación adicional para el presente año, la Comisión de Cambios decidió poner en

<sup>5</sup> Un factor adicional que pudo haber contribuido al crecimiento de la base monetaria es la informalidad creciente en la economía.

operación un mecanismo para reducir la velocidad de acopio de reservas internacionales (ver sección IV). Este consiste en canalizar al mercado una fracción de los flujos de divisas que podrían potencialmente acrecentar las reservas. De esta forma, durante el primer semestre de 2003 el saldo de la reserva internacional aumentó en 5,413 millones de dólares, al tiempo que se vendieron 1,280 millones de dólares a través de dicho mecanismo.

La oferta interna de recursos financieros disponibles de diciembre de 2002 a junio de 2003, medida a través del flujo semestral del agregado monetario M4, representó 4.2 por ciento del PIB. El monto de estos recursos destinado al sector privado representó 30.1 por ciento del total, del cual una proporción elevada correspondió al canalizado a través de INFONAVIT y FOVISSSTE.

En junio, el crédito vigente otorgado por la banca comercial al sector privado tuvo una variación real anual de 11.7 por ciento, destacando por su dinamismo el destinado al consumo. Esto último muestra que se han liberado algunas restricciones que tradicionalmente enfrentaba el gasto en este rubro y, por ende, es uno de los factores que yace detrás de la fortaleza relativa del consumo a nivel agregado.

## IV. Mecanismo para Reducir el Ritmo de Acumulación de Reservas Internacionales

---

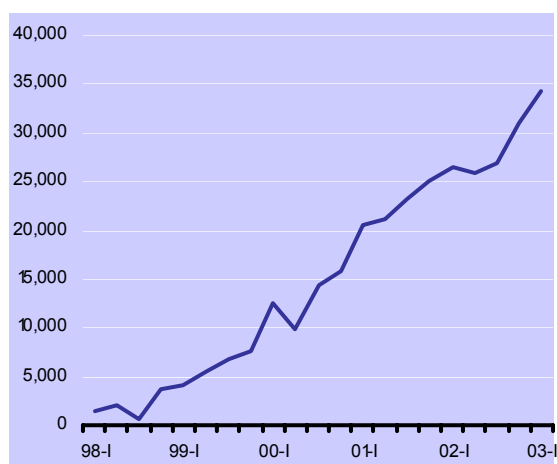
De diciembre 1997 a marzo 2003 el Banco de México acumuló activos internacionales por un total de 34,179 millones de dólares (Gráfica 4a). Ello fue resultado principalmente del efecto neto de los siguientes conceptos: la entrada de divisas captadas por PEMEX (44,090 millones de dólares), las ventas al Gobierno Federal para cubrir el servicio de la deuda pública (23,647 millones de dólares) y otros ingresos (13,736 millones de dólares)<sup>6</sup> (Gráfica 4b).

---

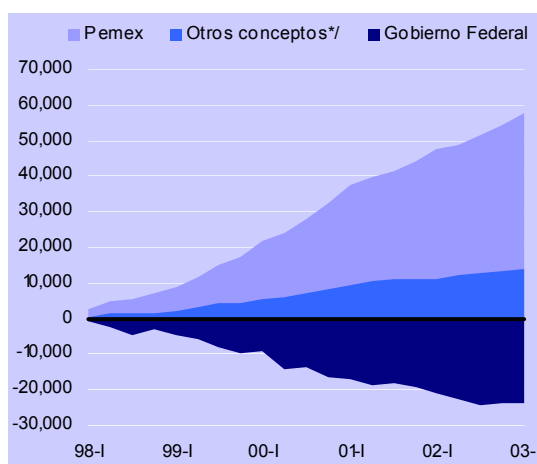
<sup>6</sup> Se refiere a los ingresos por intereses de los activos internacionales y, durante el periodo de su vigencia, a la acumulación neta de divisas como resultado de las subastas de opciones de venta de dólares y del mecanismo automático de venta de divisas.

**Gráfica 4 Fuentes de Acumulación de Activos Internacionales**

a) Activos internacionales  
Flujos acumulados en millones de dólares



b) Principales fuentes  
Flujos acumulados en millones de dólares



\*/ Se refiere a los ingresos por intereses de los activos internacionales y, durante el período de su vigencia, a la acumulación neta de divisas como resultado de las subastas de opciones de venta de dólares y el mecanismo automático de venta de divisas.

Para evitar el impacto monetario que causaría la acumulación de reservas internacionales<sup>7</sup>, el Banco de México procede a retirar cualquier exceso de liquidez a través de la colocación de valores (principalmente BREMS) o de otros pasivos de regulación monetaria, como el depósito requerido por el Banco de México a las instituciones de crédito en el primer trimestre de 2003. Así, el “costo de acarreo” de mantener la reserva internacional resulta de la diferencia entre la tasa de interés que se paga por los pasivos que ha emitido el Banco de México para financiar la tenencia de reservas y el rendimiento de dicha reserva.

Al examinar el nivel que alcanzó el saldo de las reservas internacionales y el ritmo de acumulación que se anticipaba para el resto del año, se llegó a la conclusión de que los beneficios netos de un acopio adicional de divisas serían cada vez menores. En virtud de lo anterior, la Comisión de Cambios anunció en marzo que a partir del 2 de mayo pondría en operación un mecanismo para reducir la velocidad de acumulación de reservas internacionales. Dicho sistema canaliza al mercado una fracción de los flujos de divisas que hubieran engrosado las tenencias oficiales. Este esquema funciona con independencia del nivel y de la tendencia del tipo de cambio<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> La reserva internacional se define en la Ley del Banco de México (Artículos 19 y 20).

<sup>8</sup> Para una descripción más detallada del mismo ver Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 20 de marzo de 2003 y el Recuadro 2 del “Informe sobre la Inflación: Enero-Marzo 2003”, pág. 43.

## V. Balance de Riesgos y Conclusiones

---

La evolución de la economía nacional durante el primer semestre de 2003 estuvo condicionada por la debilidad tanto de la demanda externa como de la interna. Al mismo tiempo, continuó observándose una recomposición del gasto interno, con un consumo moderadamente dinámico contrastando con un gasto en inversión anémico. Por el lado de la oferta, lo anterior se ha visto reflejado en una menor contribución del sector industrial al producto y al empleo, mientras que la del sector servicios ha aumentado. Estos cambios en la composición de la demanda y de la oferta agregadas —los cuales se han observado también en los Estados Unidos— no son propicios para una recuperación sostenida del crecimiento económico.

En el Programa Monetario para 2003, se consideró que la evolución de la economía mexicana y de la inflación durante los primeros seis meses del año estaría condicionada por los siguientes factores:

- (a) el grado de recuperación de la economía estadounidense, en especial de su sector industrial;
- (b) la evolución del precio del petróleo;
- (c) las condiciones de acceso para México al financiamiento externo; y,
- (d) el grado de avance en la agenda de reformas estructurales que requiere la economía mexicana.

Para lo que resta de 2003, la evolución de la economía mexicana seguirá previsiblemente condicionada por los factores externos ya identificados.

El escenario base del Banco de México para el segundo semestre del año que fue dado a conocer en el Informe sobre la Inflación: Abril-Junio 2003, se presenta a continuación.

Los principales supuestos que el Banco de México considera que incidirán en la evolución del entorno externo son los siguientes:

- (a) la previsión de un crecimiento anual promedio en 2003 del PIB de los Estados Unidos de 2.3 por ciento, aunque el supuesto relativo al crecimiento anual promedio de la



producción industrial en dicho país se redujo de 1.4 a 0.6 por ciento;

- (b) se estima que el precio del barril de la mezcla mexicana de petróleo pueda ubicarse en 2003 en un promedio de 24 dólares por barril; y
- (c) se anticipa que en lo que resta del año las condiciones de acceso al financiamiento externo para México continuarán siendo favorables.

Con base en los supuestos anteriores y en la información más reciente sobre la marcha de la economía, el Banco de México estima que en el presente año la economía mexicana registrará un crecimiento moderado, el cual no generará presiones en las cuentas externas. El déficit de la cuenta corriente derivado de este escenario será financiado con recursos de largo plazo.

En lo que respecta a la inflación, para lo que resta de 2003 se anticipa el siguiente comportamiento de los principales índices de precios:

- (a) se estima que la inflación general presente una trayectoria congruente con el objetivo de 3 por ciento, considerando un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual; y,
- (b) se espera que la inflación anual subyacente continúe dentro de dicho intervalo con una tendencia gradual a la disminución. En cuanto a los distintos subíndices, se estima que la inflación anual subyacente de las mercancías se mantenga estable. Por otra parte, se anticipa que el subíndice subyacente de los servicios siga contribuyendo a la reducción de la inflación general, aunque la magnitud de esta contribución dependerá en gran medida de la evolución que tengan los incrementos salariales.

La perspectiva sobre la evolución de la inflación no subyacente durante los siguientes meses es, en general, compatible con el objetivo de inflación, en ausencia de perturbaciones inesperadas. Cabe notar que los efectos de los ajustes que registraron en 2002 los precios administrados se han disipado prácticamente por completo, sin haber contaminado a la inflación subyacente.

La postura de la política monetaria se orientará a consolidar el entorno monetario congruente con la consecución de

la meta de inflación establecida para el cierre del año y para el largo plazo. Para ello, se considerará el entorno económico global y las posibles perturbaciones, tanto externas como internas, que la economía pudiera enfrentar. Sin embargo, el logro de la meta requerirá de esfuerzos importantes en los siguientes ámbitos:

- (a) por el lado de la inflación subyacente, se requerirá una moderación adicional de la tasa de incremento nominal de los salarios, debido a que en el futuro la contribución al esfuerzo desinflacionario deberá provenir en mayor medida del subíndice de los servicios (dado que la inflación anual de las mercancías ya se encuentra en niveles muy bajos);
- (b) la determinación de los precios administrados y concertados por el sector público necesita ser congruente con el objetivo de inflación de largo plazo; y
- (c) la trayectoria del subíndice de los precios agropecuarios deberá estar en línea con el objetivo. Lo anterior podrá cumplirse en mayor medida en ausencia de fenómenos climatológicos adversos, tanto a nivel nacional como internacional, que pudieran afectar los precios internos y externos de dichos productos.

El escenario base descrito está sujeto a varios factores de incertidumbre. En lo que toca a los riesgos provenientes del ámbito externo, pueden señalarse los siguientes:

- (a) la duración y la fortaleza con las que se espera crezcan la inversión no residencial y la producción industrial en los Estados Unidos pueden afectar el curso previsto para la economía nacional; y,
- (b) la volatilidad del precio del petróleo.

Los principales elementos internos de riesgo que alterarían el escenario base del Banco de México se comentan a continuación:

- (a) la posibilidad de una pérdida de mercado de las exportaciones mexicanas en los Estados Unidos, a pesar del esperado repunte en la actividad industrial de ese país, debido a una menor competitividad;
- (b) la permanencia y la intensidad de la reactivación económica en México dependerá en gran medida de que tenga lugar una recomposición de la demanda agregada

- en favor de la inversión, especialmente en maquinaria y equipo y construcción no residencial;
- (c) si bien la inflación subyacente se ha mantenido claramente dentro del intervalo de variabilidad establecido para la inflación general, ha mostrado cierta resistencia a la baja en los últimos meses;
  - (d) los incrementos salariales siguen siendo incompatibles con las condiciones del mercado laboral;
  - (e) la evolución prevista de la inflación general podría alterarse por nuevas perturbaciones de oferta que provocaran una dinámica desfavorable de su componente no subyacente, en particular, de los precios de los productos agropecuarios. En el corto plazo, es posible que este tipo de perturbaciones pudiesen generar alguna desviación del objetivo para la inflación al cierre del año, pero se esperaría una desviación efímera;
  - (f) una fuerte alza del precio del gas LP caería también dentro de la categoría de perturbaciones de oferta que impactaría la trayectoria de la inflación no subyacente. La incertidumbre geopolítica generó tal volatilidad en el mercado que el precio de este hidrocarburo se separó de su referencia internacional, con un efecto negativo sobre las finanzas de PEMEX. Desde un punto de vista de la salud de las finanzas públicas en el largo plazo, así como en términos de reducir distorsiones en la producción y el consumo del gas LP, es recomendable que su precio refleje su costo de oportunidad. No obstante, un ajuste sustancial en dicho precio también podría detonar presiones inflacionarias en el corto plazo; y
  - (g) la pérdida de competitividad de la industria nacional constituye un peligro significativo para la economía en el mediano plazo. La competitividad tiene implicaciones tanto para el crecimiento potencial de una economía, como para sostener una inflación baja en el mediano plazo. Por ello, resulta de capital importancia alcanzar los acuerdos políticos necesarios para evitar retrasos adicionales en la realización de las reformas estructurales.

A pesar de los riesgos enumerados, existen elementos objetivos para avizorar la convergencia de la inflación general con el objetivo que la Junta de Gobierno del Banco de México trazó para el cierre del año. De materializarse el entorno económico

nacional e internacional previsto, la trayectoria de la inflación general para un horizonte posterior se ubicaría alrededor del objetivo de 3 por ciento. El objetivo de inflación establecido para el largo plazo operará en forma continua y no se aplicará sólo a la inflación para el cierre del año. Una vez que la inflación converja a su meta, se terminaría una etapa de desinflación y comenzaría una de consolidación de la estabilidad de precios en forma permanente. La conducción de la política monetaria estará orientada a mantener la inflación general en su objetivo de largo plazo.

La disciplina en las políticas monetaria y fiscal ha sido fundamental para alcanzar un entorno de estabilidad macroeconómica en México. Gracias a ella, la economía mexicana ha sido mucho más resistente a los embates provenientes del exterior, apartándose de la evolución negativa que ha afligido a algunas economías emergentes. Así, nuestro país goza de un acceso favorable a los mercados internacionales de capital y padece en mucho menor medida la volatilidad que los caracteriza.

La estabilidad macroeconómica es una condición necesaria para propiciar el crecimiento alto y sostenido de la producción, del ingreso y del empleo. Pero no es suficiente, para ello se requieren medidas que incrementen la productividad y la competitividad de la economía mexicana. Las reformas estructurales, la desregulación y, en general, las medidas que incrementen la flexibilidad y la capacidad de respuesta a las condiciones cambiantes de la economía mundial, deben ir encaminadas en esta dirección. De postergarse la modernización que requiere la economía mexicana, se estaría desaprovechando el marco favorable que brinda la estabilidad macroeconómica para un crecimiento sostenido.