

# Política Monetaria

---

Informe sobre el primer  
semestre de 2000



BANCO DE MEXICO

Septiembre, 2000

---



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

**Subgobernadores**

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜEMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB



# I. Informe sobre la Política Monetaria

---

## I.1. Introducción

---

En cumplimiento de lo dispuesto en el Artículo 51, fracción II, de la Ley del Banco de México, la Junta de Gobierno de esta Institución envía al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión el informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 2000.

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 la reducción 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 disminución escalonada y sostenible de la misma. Para ello, el esquema actual de política monetaria del Banco de México contiene varios aspectos fundamentales:

- (a) la meta de alcanzar en el año 2000 una inflación anual que no exceda de 10 por ciento;
- (b) el objetivo de converger en el año 2003 con la inflación de los principales socios comerciales del país;
- (c) la práctica de hacer una evaluación permanente de la situación y perspectivas inflacionarias, que sirva de base para la aplicación de la política monetaria; y

- (d) el énfasis en una política de mayor transparencia con respecto a la operación del Banco Central y en una comunicación más eficaz con la sociedad.

Debido a los rezagos con los que la política monetaria afecta la evolución de los precios, la autoridad reacciona por lo general cuando su evaluación de la situación inflacionaria futura señala incongruencias con las metas propuestas.

## **I.2. Entorno Económico: Primer Semestre**

---

El desempeño de la economía mexicana durante el primer semestre del año rebasó a las expectativas oficiales y a las del sector privado. Un crecimiento más robusto que el previsto fue consecuencia del dinamismo de la demanda externa y de un muy vigoroso gasto interno. Si bien el descenso de la inflación en el presente año ha sido mayor que el esperado, el crecimiento de los precios todavía es significativamente superior al que prevalece en los principales países industrializados. El nivel actual de la inflación y el aún insuficiente ajuste a la baja de las expectativas correspondientes para el año 2001 son las principales razones por las que la Junta de Gobierno del Banco de México ha mantenido -e incluso intensificado- la postura restrictiva de la política monetaria.

La economía mundial también registró una fortaleza mayor que la prevista en la primera parte del año en curso. Así, el crecimiento en las economías de mercados emergentes y en Europa se aceleró, mientras que el ritmo de la expansión económica en los Estados Unidos no mostraba signos inequívocos de debilitamiento. En contraste, Japón aún se encontraba inmerso en una situación delicada.

El ritmo de la expansión económica global ha traído consigo un riesgo latente de presiones inflacionarias. Esto es especialmente cierto para la economía de los Estados Unidos, en la cual, como se dijo, la evidencia de una desaceleración es aún tentativa. Además, debido al marcado incremento del precio internacional del petróleo, los precios al consumidor aumentaron en la mayoría de las naciones importadoras del energético.

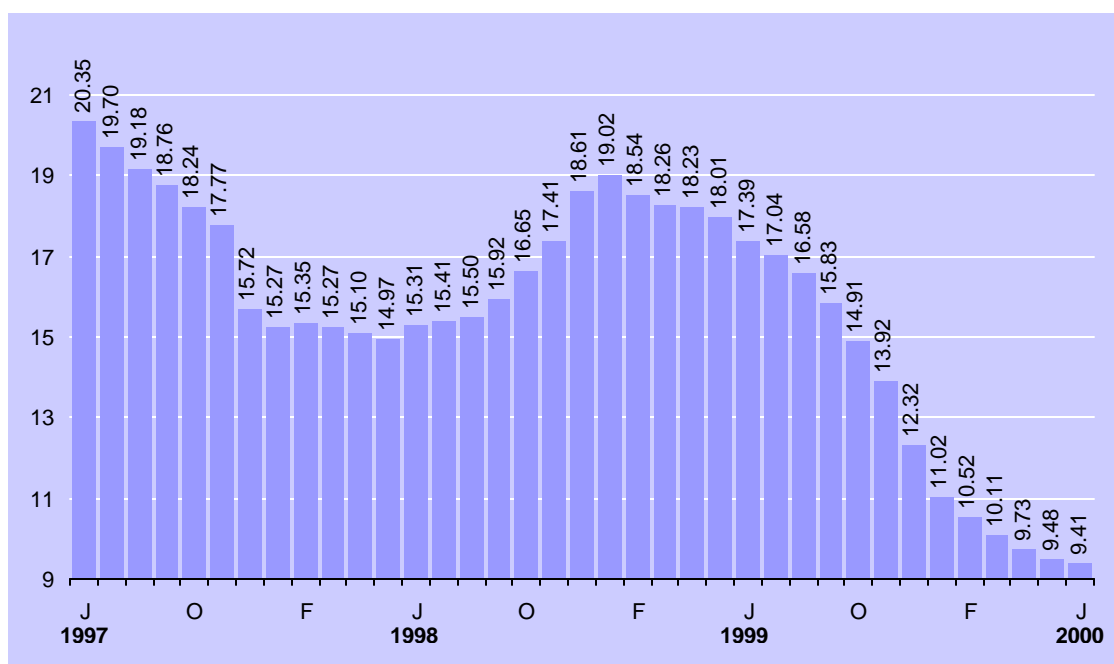
En México, la evolución de la inflación en el periodo fue favorable. Esta conclusión se sustenta en el análisis de los diferentes índices de precios, cuyos principales resultados se presentan a continuación:

- (a) la inflación anual se mantuvo en la tendencia descendente que muestra desde febrero del año pasado, lográndose

alcanzar con varios meses de anticipación una inflación inferior a 10 por ciento;

- (b) la reducción de la inflación anual general se ha moderado, debido al repunte de la correspondiente a los productos agropecuarios y de los bienes administrados y concertados por el sector público;
- (c) las distintas mediciones de la tendencia inflacionaria de mediano plazo mostraron una trayectoria a la baja durante el trimestre;
- (d) la inflación anual subyacente disminuyó a una tasa similar a la observada en los últimos meses y ya se ubicó por debajo de la inflación del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC); y
- (e) la inflación anual subyacente de las mercancías fue la más baja de los últimos 78 meses y significativamente menor que la de los servicios. Este comportamiento indica que los movimientos cambiarios observados en el semestre no afectaron el crecimiento de los precios.

**Gráfica 1** Índice Nacional de Precios al Consumidor  
Variación anual en por ciento



En contraste, durante el segundo trimestre, la tasa de incremento anual del Índice Nacional de Precios Productor (INPP) sin petróleo y sin servicios aumentó.

### **I.3. La Política Monetaria en el Primer Semestre de 2000**

---

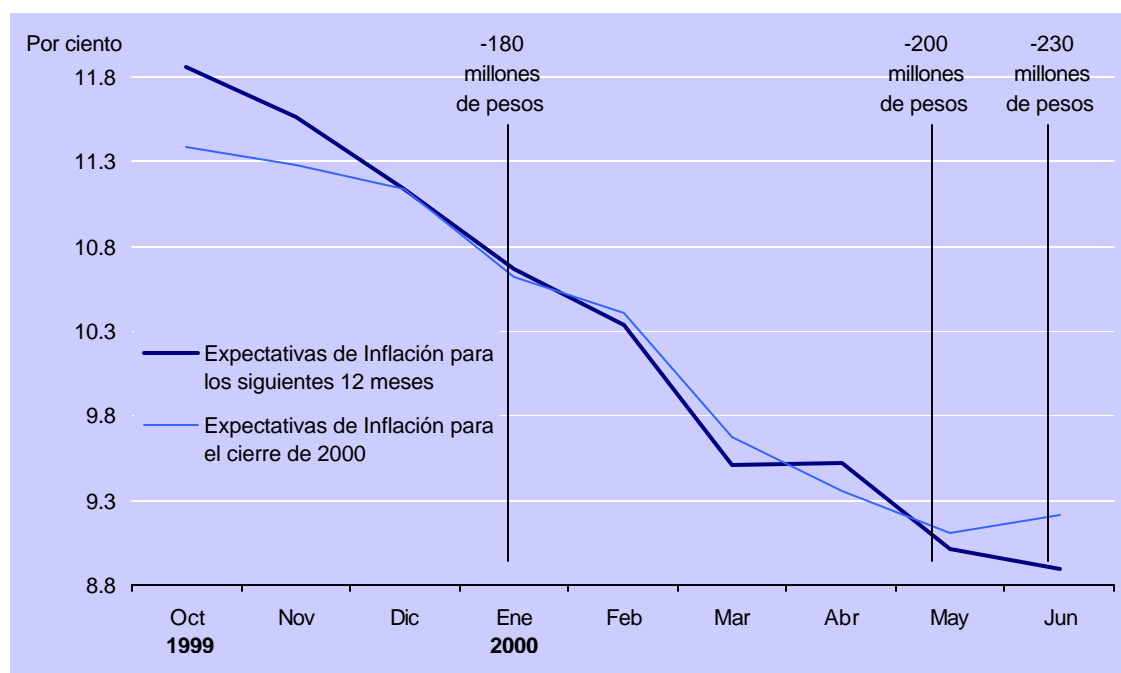
El 18 de enero de 2000 se reforzó la postura restrictiva de la política monetaria al ampliarse el “corto” de 160 a 180 millones de pesos, nivel en el que se le mantuvo durante el resto del primer trimestre. Esa decisión de aumentar la restricción monetaria respondió a un doble propósito: a) generar condiciones en los mercados financieros, laborales y de bienes y servicios conducentes a una inflación en el año 2000 que no exceda de 10 por ciento; y b) reforzar la tendencia descendente de la inflación para lograr que ésta converja en definitiva con la inflación externa en el año 2003.

La ampliación del “corto” se decidió con base en un criterio preventivo debido a que durante las primeras semanas del año tuvieron lugar eventos que podrían haber conducido a presiones inflacionarias incompatibles con las metas. Los principales motivos sobre los cuales se sustentó esta decisión fueron los siguientes:

- (a) el significativo descenso de la inflación durante el año pasado y los primeros meses del presente no sólo se debió a la aplicación de una política monetaria restrictiva, sino también a factores que podrían resultar no recurrentes;
- (b) si bien a finales de 1999 y principios de 2000 las expectativas de inflación del público para el presente año estaban convergiendo con la meta oficial, aún se mantenían por encima de ésta. Toda vez que una fracción importante de las negociaciones salariales contractuales se lleva a cabo en los primeros meses del año resultaba de suma importancia reafirmar el compromiso de la autoridad monetaria con la estabilidad de precios; y
- (c) en los primeros días de enero se dieron a conocer diversos aumentos de precios cuyas variaciones relativas eran incompatibles con el objetivo de inflación para el año. Eventualmente, estos ajustes hubieran podido afectar las expectativas de inflación y, por ende, la determinación de otros precios.



**Gráfica 2** Expectativas de Inflación y Objetivo de Saldos Acumulados



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

A partir de la ampliación del “corto” las expectativas de inflación del público para 2000 se redujeron: de 11.14 por ciento en diciembre 1999 a 9.67 por ciento en marzo. La inflación esperada, tanto para el año 2000 como para los doce meses siguientes, presentó una tendencia decreciente que se acentuó en enero después del incremento del “corto”. Lo anterior sugiere que, en efecto, dicha acción de política monetaria influyó en un cambio significativo de las expectativas de inflación.

Las tasas de interés internas disminuyeron considerablemente pero en correspondencia con una mejoría en la percepción del riesgo país. En enero-marzo el promedio del diferencial entre el rendimiento del bono de deuda externa del gobierno mexicano UMS26 y el de los bonos del Tesoro estadounidense se redujo en 54 puntos base con respecto al del trimestre anterior. Asimismo, las expectativas de inflación promedio para los siguientes doce meses cayeron en 143 puntos base, mientras que las tasas nominales de Cetes a 28 días bajaron 190 puntos base. De haberse observado una reducción de las tasas de interés internas sin que ésta viniera acompañada de un cambio en la percepción del riesgo país y de las expectativas de inflación se habría debilitado la efectividad de la postura restrictiva del Banco de México. En ese caso, la baja de las tasas de interés internas hubiera inducido una depreciación del tipo de cambio, ya

que en situaciones semejantes el público intentaría sustituir los activos cuya rentabilidad ajustada por riesgo ha disminuido por otros en los que ésta hubiera permanecido constante. Sin embargo, en el primer trimestre del año se observó que el tipo de cambio se apreció o se mantuvo estable, a la vez que las tasas de interés internas se reducían.

Dada la evolución de las variables anteriormente mencionadas, puede concluirse que la intensificación de la política monetaria restrictiva del Banco de México durante el primer trimestre del año constituyó una reacción preventiva adecuada. Dicha reacción se reflejó claramente en una reducción de la inflación esperada para el año y consolidó la tendencia decreciente de la inflación.

Durante el segundo trimestre el Banco de México reforzó la postura restrictiva de la política monetaria en dos ocasiones: el 16 de mayo y el 26 de junio. En la primera de dichas fechas el “corto” se amplió de 180 a 200 millones de pesos y a 230 millones en la segunda. Al igual que en el caso del fortalecimiento de la postura restrictiva de la política monetaria acordada en enero, las ampliaciones del “corto” durante el segundo trimestre se decidieron con un criterio preventivo al intensificarse algunos de los factores que fueron señalados por la Junta de Gobierno del Banco como capaces de generar presiones inflacionarias futuras. Las principales razones en que se sustentaron estas decisiones fueron las siguientes:

- (a) no obstante que para el segundo trimestre las expectativas de inflación para 2000 resultaron inferiores a 10 por ciento, los analistas no anticipaban un descenso significativo de la inflación para el año 2001. Así, por ejemplo, en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que levantó el Banco de México en junio, el pronóstico de inflación para el presente año se situó en 9.21 por ciento, pero el relativo a 2001 se encontraba todavía en niveles de 8.07 por ciento;
- (b) el dinamismo de la demanda agregada podría llevar a elevaciones de los precios de los bienes no comerciables, a presiones salariales y a un mayor déficit de la balanza comercial. Todo lo señalado dificultaría a futuro el descenso de la inflación;
- (c) los incrementos de los precios de algunas frutas y verduras experimentados en el segundo trimestre podrían

obstaculizar el abatimiento de la inflación en los meses subsecuentes y afectar la evolución de las expectativas correspondientes;

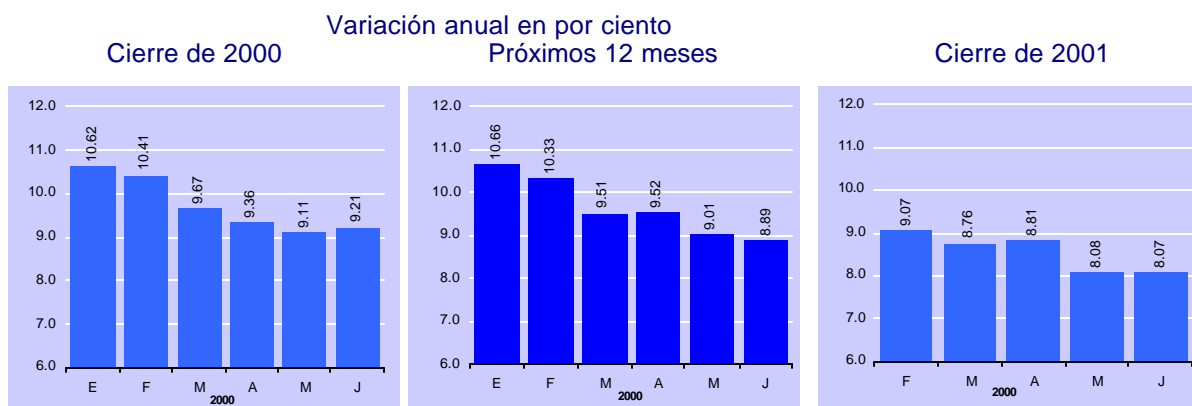
- (d) en el mes de junio las expectativas de inflación para el trimestre julio–septiembre y para todo el año 2000, experimentaron un ligero deterioro. Esto podría contaminar la evolución de las expectativas de mediano plazo y entorpecer el cumplimiento de la meta de convergencia de la inflación interna con la de los principales socios comerciales del país en el año 2003; y
- (e) las presiones inflacionarias en las principales economías desarrolladas se recrudecieron debido al vigoroso crecimiento económico observado en dichos países. Lo anterior condujo a aumentos en las tasas de interés internacionales.

Con base en el anterior diagnóstico, el fortalecimiento de la postura restrictiva de la política monetaria ha respondido a varios fines:

- (a) limitar la expansión de la demanda agregada, con el fin de reducir el riesgo de presiones inflacionarias causadas por un crecimiento excesivo del gasto interno;
- (b) reducir la posibilidad de que una mayor restricción monetaria en el orden mundial genere un ajuste desordenado en los mercados financieros nacionales, el cual pudiera deteriorar las expectativas de inflación y afectar la determinación de los precios en la economía;
- (c) impedir que los aumentos de ciertos precios (por ejemplo, los de los bienes agropecuarios y los del gas doméstico) contaminaran el proceso de formación de las expectativas de inflación;
- (d) evitar que la revisión al alza de los pronósticos de inflación de corto plazo que tuvo lugar en el mes de junio incidiera sobre las expectativas de mediano y largo plazo; y
- (e) reafirmar el compromiso del Banco de México con su objetivo de inflación de mediano plazo. Ello, a fin de fortalecer la trayectoria descendente de las expectativas para el año 2001 y, de esta manera, lograr al menor costo posible la convergencia con la inflación de los principales socios comerciales de México en el año 2003.

Un elemento importante para identificar las presiones inflacionarias y, por tanto, para determinar las decisiones de política monetaria aconsejables es el análisis de la evolución de las expectativas de inflación. Las relativas al presente año se redujeron de 9.67 por ciento en marzo a 9.11 por ciento en mayo y se elevaron ligeramente en junio a 9.21 por ciento. Las respuestas recabadas en la encuesta correspondiente al mes de abril despertaron preocupación debido a que la inflación esperada para los siguientes doce meses (abril de 2000–abril de 2001) resultó mayor que la inflación esperada para 2000. Ello implicó que los analistas del sector privado anticipaban que en algún momento se detuviera el proceso de reducción de la inflación. En consecuencia, una de las motivaciones de la ampliación del “corto” anunciada el 16 de mayo fue restablecer la tendencia decreciente de las expectativas de inflación de mediano plazo.

**Gráfica 3 Evolución de las Expectativas de Inflación**



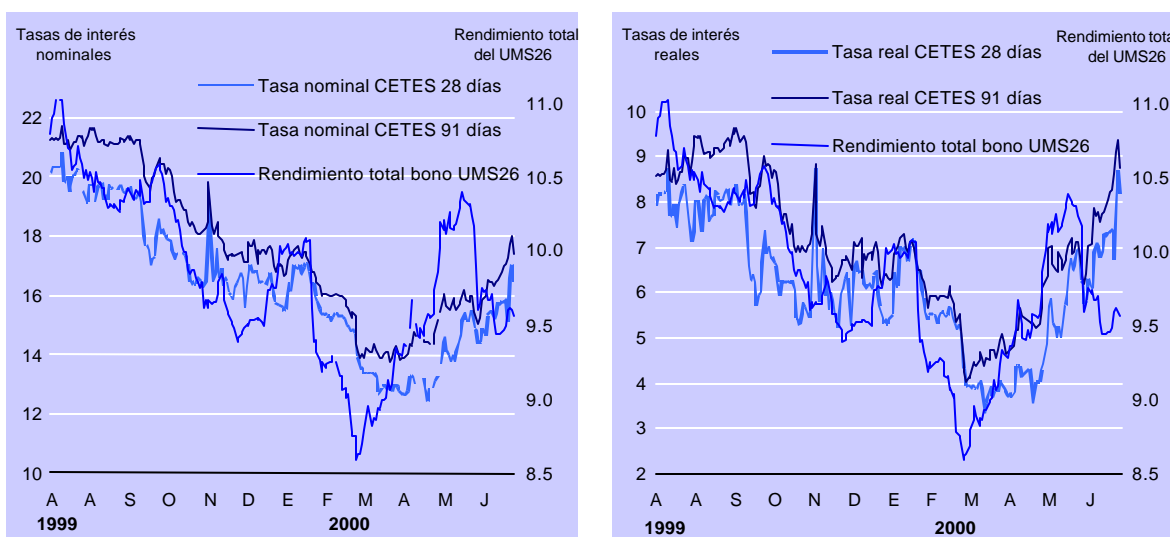
FUENTE: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

En congruencia con la medida explicada, a partir de mayo se presentó una mejoría importante de dichas expectativas para los siguientes doce meses. Por su parte, en junio, después de que se diera a conocer el resultado de la inflación para la primera quincena del mes, la cual resultó mayor que la esperada por el mercado, las expectativas de inflación para el año 2000 y para el tercer trimestre fueron revisadas al alza. Sin duda, este suceso podría haber sido el preludio de un deterioro de las expectativas de más largo plazo. Para evitar la materialización de dicho escenario y debido a las demás presiones inflacionarias mencionadas, fue que el “corto” se incrementó a 230 millones de pesos. A partir de esta decisión, los pronósticos de inflación de corto y mediano plazo se revisaron a la baja. Lo anterior sugiere que las acciones de política monetaria reforzaron la tendencia descendente de las expectativas de inflación

de mediano plazo y que las expectativas de corto plazo se vieron afectadas por fenómenos transitorios tales como el incremento de los precios de los productos agropecuarios.

En cuanto a la efectividad de las medidas adoptadas, las tasas de interés aumentaron claramente después de los incrementos del “corto”. Por ejemplo, al día siguiente de la primera ampliación del “corto” del segundo trimestre, la tasa de interés de “fondeo” gubernamental aumentó en 84 puntos base. Por su parte, la ampliación del “corto” del 26 de junio indujo un aumento de un punto porcentual de la mencionada tasa de interés. Por tanto, las medidas descritas y la respuesta de los participantes en los mercados coadyuvaron a mantener tasas de interés reales más elevadas que las prevalecientes en el primer trimestre del año.

**Gráfica 4 Tasas de Interés Nominales, Tasas de Interés Reales y Riesgo País (En por cientos)**



Durante el segundo trimestre las tasas de interés nominales y reales en México también estuvieron influidas por las tasas de interés externas, así como por la percepción del riesgo país. Como consecuencia de la caída que sufrió el índice NASDAQ en abril y mayo, la percepción del riesgo país se deterioró de manera importante, lo cual se reflejó en un aumento del rendimiento total del bono externo del gobierno mexicano UMS26. Lo anterior repercutió en los mercados financieros internos toda vez que las tasas nominales y reales de los Cetes subieron, alcanzando niveles similares a los observados a inicios del año. A finales de mayo y principios de junio, las tasas nominales de los Cetes mostraron una leve tendencia a la baja, la cual se vio

interrumpida por los efectos que sobre las tasas de interés ejerció la depreciación que experimentó el tipo de cambio a partir de la segunda semana de junio y por el incremento del “corto” del 26 de junio. Aunque las tasas reales terminaron el segundo trimestre en niveles muy superiores a los prevalecientes a finales de marzo, registraron sin embargo bajas importantes en los días posteriores a los comicios.

El aumento de las tasas de interés internas –asociado a los incrementos de las tasas externas, a la volatilidad en los mercados financieros internacionales y nacionales y a la mayor restricción monetaria– propició que se mantuvieran las condiciones monetarias necesarias para que el Banco de México se conservara en posición de poder cumplir con sus objetivos de inflación de corto y mediano plazo. Aunque lo anterior se ha reflejado en una reducción de la inflación esperada para el año 2001, dicha expectativa aún se encuentra en niveles incompatibles con la meta de convergencia con la inflación de los principales socios comerciales del país en el año 2003.

#### **I.4. Evolución de la Base Monetaria y Cumplimiento de los Límites Trimestrales al Crédito Interno Neto y de los Objetivos de Acumulación de Activos Internacionales**

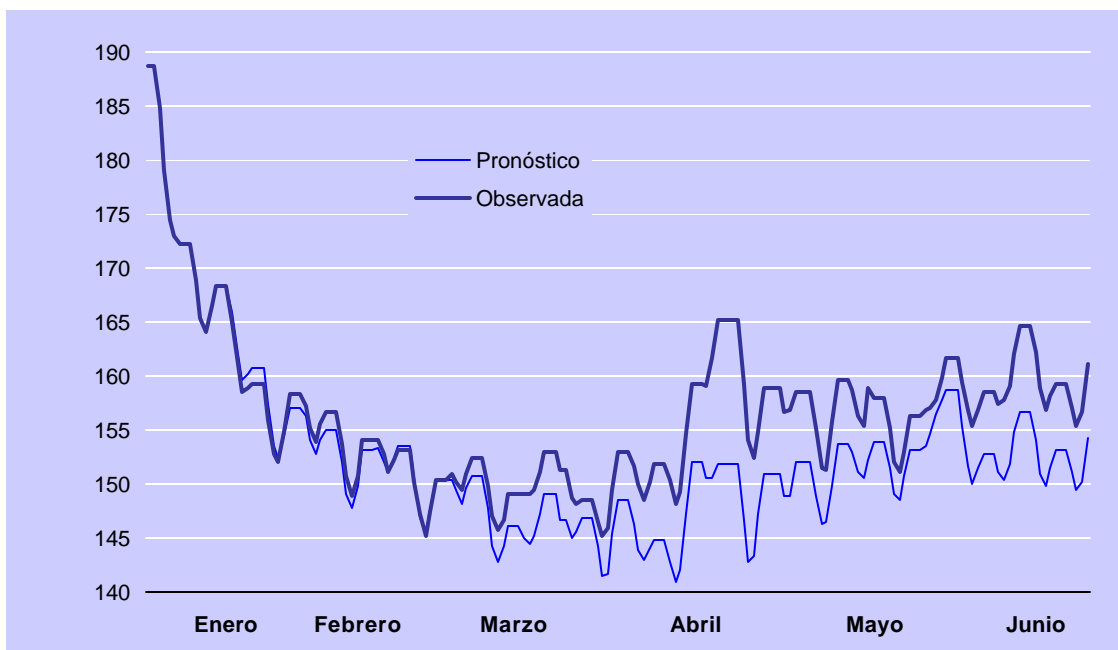
---

Al comparar la evolución de la base monetaria con el pronóstico publicado en el Programa Monetario para 2000, se observa que a finales de marzo se presentó una desviación de 2.9 por ciento. La desviación anterior prácticamente coincidió con el límite superior del intervalo de confianza anunciado para el pronóstico de la base monetaria a fin de año (+/- 3.07 por ciento). Por tanto, la diferencia observada en marzo puede atribuirse al error intrínseco en todo modelo econométrico. En abril el saldo de la base fue significativamente superior al estimado; sin embargo, dicha diferencia se redujo de manera sustancial en mayo. La desviación ocurrida en abril se explica, en lo principal, por una subestimación del efecto estacional de la Semana Santa sobre la demanda de billetes y monedas. En junio la brecha se amplió nuevamente, alcanzando para el cierre del segundo trimestre 4.7 por ciento. El hecho de que la base monetaria se haya encontrado generalmente por encima de su trayectoria anticipada se debe en parte a que la expansión de la economía ha sido mayor que la prevista.

**Gráfica 5**

**Evolución de la Base Monetaria en el Primer Semestre de 2000**

Miles de millones de pesos



Al cierre del primer semestre del año, se cumplió tanto con el límite para la variación del crédito interno neto como con el compromiso de no desacumular activos internacionales netos. Así, durante la primera mitad del año la variación acumulada del crédito interno neto fue de -43,739 millones de pesos, cifra inferior al límite preestablecido de -30,647 millones. Por su parte, se acumularon activos internacionales netos por 2,224 millones de dólares. De dicha acumulación, 445 millones de dólares resultaron de operaciones cambiarias realizadas con el Gobierno Federal y con Pemex y 872 millones con instituciones de crédito (compras de 922 millones de dólares a través del mecanismo de opciones y ventas de 50 millones de dólares vía la activación del esquema automático correspondiente).

## II. Balance de Riesgos y Conclusiones

---

Durante el primer semestre del presente año se fortaleció la trayectoria descendente que la inflación ha exhibido desde principios de 1999, sea ésta medida por el índice general (INPC) o por el subyacente.

La explicación del anterior resultado reside fundamentalmente en la conjunción de los siguientes factores:

- (a) los incrementos nominales de los salarios contractuales han sido desde enero menores que los negociados en 1999;
- (b) el entorno externo fue muy benéfico, pese a la ocurrencia intermitente de episodios de volatilidad;
- (c) la oferta interna de bienes y servicios mostró gran flexibilidad; y
- (d) la actuación proactiva de las autoridades monetarias con el fin de mantener las expectativas de inflación en línea con las metas de mediano plazo.

Desde mayo la inflación anual alcanzó un nivel inferior a 10 por ciento, lo cual se preveía que ocurriría algunos meses más adelante. Incluso, de no haber sido por el crecimiento tanto de los precios de los productos agropecuarios como de los precios administrados y concertados por el sector público hubiera resultado factible un descenso todavía más rápido de la inflación.

Respecto a lo anterior, durante las últimas semanas de junio y las primeras de julio se registró una desaceleración en el crecimiento de los precios de los productos agropecuarios. En contraste, los precios administrados y concertados continuaban presentando una inflación elevada. Este comportamiento sugiere que en los meses venideros estos últimos seguirán siendo fuente de presiones sobre la inflación general.

En el período reportado, también se detectaron señales de que el vigoroso crecimiento que ha venido exhibiendo la demanda agregada y, particularmente el consumo privado, parece estar incidiendo ya sobre los precios de los insumos de la producción. A este respecto, son causa de preocupación las siguientes cuestiones:



- (a) el crecimiento de los costos unitarios de la mano de obra en diversos sectores de la actividad económica;
- (b) el hecho de que las revisiones salariales contractuales no hayan incorporado plenamente la mejoría de las expectativas de inflación. Por este motivo, los incrementos ex-ante de los salarios contractuales reales todavía se encuentran en niveles incongruentes con las ganancias en la productividad de la mano de obra previsibles en un horizonte de largo plazo;
- (c) la escasez de mano de obra calificada en algunas regiones; y
- (d) el repunte durante el segundo trimestre del año de la tasa de incremento anual del INPP sin petróleo y sin servicios.

Si bien estos desarrollos no ponen en riesgo inmediato el logro de las metas de inflación de corto plazo, constituyen razón suficiente para mantener el sesgo restrictivo de la política monetaria. Ello, con el fin de alcanzar en el año 2001 una inflación compatible con el objetivo de obtener, para el cierre de 2003, una inflación similar a la que prevalece en las economías de los principales socios comerciales de México.

El escenario base para el resto del año inevitablemente se sustenta en una consideración cuidadosa de los riesgos implícitos en la evolución de los entornos externo e interno.

En el ámbito externo, los principales factores que podrían estorbar el descenso de la inflación a futuro son los siguientes:

- (a) una desaceleración brusca de la economía de los Estados Unidos;
- (b) un aumento sustancialmente mayor que el anticipado de las tasas de interés internacionales;
- (c) un desplome del mercado de valores de los Estados Unidos; y
- (d) una caída importante del precio del petróleo.

Los indicios de desaceleración económica en los Estados Unidos durante el segundo trimestre fueron suficientes para que la Reserva Federal en la reunión correspondiente al 28 de junio no aumentara su objetivo de tasas de interés. No obstante lo anterior, la evidencia de que el crecimiento de la demanda agregada en ese

país se está encaminando hacia un ritmo sostenible es todavía tentativa y preliminar. De cualquier manera, la probabilidad de que se presente una desaceleración brusca de la economía de los Estados Unidos ha disminuido marginalmente del primer trimestre del año a la fecha.

Debido al vigor que aún conserva dicha economía y a la posibilidad de que la desaceleración observada en el segundo trimestre haya sido causada solamente por fenómenos estacionales y climáticos, no se puede excluir el escenario en el cual, en la segunda mitad del año, la actividad económica se acelere y se observen señales de un repunte de la inflación. En dichas circunstancias podría requerirse de alzas en las tasas de interés significativamente mayores que las esperadas. Lo anterior podría inducir una reducción abrupta del crecimiento económico en los Estados Unidos y una caída brusca del mercado de valores en ese país. Finalmente, respecto de la factibilidad de un desplome de los precios del petróleo y del mercado de valores en dicho país, algunos analistas consideran que ambas variables se encuentran en niveles excesivamente elevados. Así, no sería prudente rechazar la posibilidad de que los eventos mencionados ocurran efectivamente.

Como se comentó en los Informes sobre la Inflación del primer y segundo trimestres de este año, de concretarse alguna de las posibilidades enunciadas sería probable que se generase una depreciación del tipo de cambio del peso mexicano, que estaría respondiendo a una mayor escasez de divisas. En esta situación, la variación correspondiente del tipo de cambio nominal sería el mecanismo de ajuste para moverse hacia un tipo de cambio real de equilibrio más alto. Debido a que en el pasado los movimientos cambiarios han inducido incrementos en la inflación, los ajustes que se suscitaran en la cotización del peso llevarían a un deterioro de las expectativas de inflación y, por tanto, se afectarían las negociaciones de todo tipo de contratos en la economía. Es por esta razón que ante la evidencia de que los movimientos cambiarios estuvieran causando una significativa revisión al alza de las expectativas de inflación de mediano plazo e incidiendo sobre el comportamiento de los precios de los bienes no comerciables, la autoridad monetaria reaccionaría de manera congruente e inmediata.

Las acciones de política monetaria no estarían orientadas a defender un nivel específico del tipo de cambio. Una de las principales ventajas de un régimen de flotación cambiaria es precisamente la de contar con la flexibilidad necesaria para que el tipo de cambio real se desplace hacia otro nivel de equilibrio cuando este último se modifique en respuesta a perturbaciones

externas (variaciones de los términos de intercambio, de los flujos de capital, etc.) o internas (por ejemplo, alteraciones en el nivel del gasto público). Sin embargo, un tipo de cambio real más alto puede ser resultado de un gran número de combinaciones de depreciación nominal e inflación. En un escenario semejante, las intervenciones del Banco de México se enfocarían a lograr el ajuste necesario del tipo de cambio real al menor costo posible en términos de inflación.

El Banco de México, en coincidencia con la opinión mayoritaria de los analistas privados, considera que el escenario pesimista descrito líneas atrás tiene una baja probabilidad de ocurrencia. Por ello, en su escenario base para el segundo semestre incorpora los siguientes pronósticos para el entorno externo:

- (a) una desaceleración gradual del crecimiento económico en los Estados Unidos; y
- (b) un precio del petróleo ligeramente inferior al nivel promedio que prevaleció durante el primer semestre.

Una desaceleración paulatina y ordenada de la economía de los Estados Unidos constituiría una influencia favorable para la estabilidad de los mercados financieros internacionales y nacionales. No obstante lo anterior, en el momento en que esa corrección tuviera lugar, el dinamismo de las exportaciones mexicanas –petroleras y no petroleras– podría debilitarse.

El balance de los eventos descritos sería una reducción del ritmo de crecimiento de la demanda agregada y una ampliación del déficit comercial, el cual muy probablemente seguiría siendo financiado en lo principal mediante flujos de inversión extranjera directa. En consecuencia, no se vislumbra la aparición de presiones inflacionarias adicionales.

En cuanto a los elementos internos de riesgo cabe considerar los siguientes. En el transcurso del primer semestre del año se percibieron señales incipientes de que el rápido crecimiento de la demanda agregada podría estar elevando los costos unitarios de la mano de obra, las revisiones salariales contractuales y la evolución del Índice Nacional de Precios Productor. Asimismo, si bien existe evidencia preliminar de que el dinamismo de la demanda agregada ha disminuido marginalmente, ello ha venido a su vez acompañado de una ligera desaceleración de la oferta interna, por lo que el saldo de la balanza comercial se ha mantenido relativamente estable. En suma, la información disponible sugiere que existen riesgos de que se esté materializando un crecimiento

excesivamente vigoroso de la demanda agregada y en particular del consumo.

La situación descrita podría complicarse en el futuro en razón de la evolución que han mostrado recientemente los mercados financieros. Durante las primeras semanas de julio, como resultado del desarrollo ordenado de los comicios se revisaron favorablemente los pronósticos para la economía nacional. Consecuentemente, el tipo de cambio se apreció, las tasas de interés descendieron considerablemente y el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores aumentó. Estos ajustes son quizá reflejo de que los mercados anticipan un incremento de los flujos de capital de corto plazo hacia México. De concretarse esa perspectiva, dichos flujos, aunados al fortalecimiento de la confianza de los consumidores y empresas sobre el curso futuro de la economía, podrían propiciar un ambiente de mayor optimismo, el cual estimularía aún más la expansión de la demanda agregada. La consecuencia sería que se generaran presiones adicionales sobre los precios de los bienes no comerciables.

Los avances logrados hasta la fecha en la reducción de la inflación han sido muy importantes. Sin embargo, las expectativas del sector privado sugieren que existe cierto escepticismo respecto de la posibilidad de continuar con la reducción del crecimiento de los precios necesaria para alcanzar en el año 2003 la meta establecida. Esto se expresa en que los analistas anticipan sólo una pequeña disminución de la inflación en el año 2001, lo cual representaría un cierto retroceso en comparación con lo logrado en los últimos años. Este relativo pesimismo es consecuencia de las presiones inflacionarias que se han detectado en los últimos meses y que se comentan en el presente documento. Además, esa expectativa es también fruto del conjunto de riesgos internos y externos que, de materializarse, podrían complicar el abatimiento futuro de la inflación.

Al considerar y sopesar todos los factores mencionados, el Banco de México prevé que el aumento de los precios en el tercer trimestre de 2000 será menor que el registrado durante el mismo periodo del año anterior, por lo que la inflación anual se mantendrá en su tendencia descendente. Si bien la inflación a tasa anual se reducirá de junio a septiembre, la previsión es que esta disminución resulte menor que la conseguida en el segundo trimestre de 2000. Finalmente, procede apuntar que la inflación en el tercer trimestre del año resultará mayor que la del segundo, debido en gran parte a efectos estacionales. Al respecto debe destacarse que normalmente septiembre resulta un mes de

relativamente alta inflación, al entrar en vigor los aumentos en las colegiaturas.

El reto actual de la política monetaria es el de lograr condiciones que permitan consolidar los avances logrados en materia de abatimiento de la inflación. Elemento central de este esfuerzo es la moderación de la demanda agregada, a fin de que ésta no exceda los límites que impone la capacidad instalada.

Para contener la expansión de la demanda agregada resulta indispensable la aplicación de políticas macroeconómicas restrictivas. En ese tenor, el Banco de México ha ido apretando la política monetaria en el transcurso del año. Sin embargo, la intensificación de la astringencia monetaria podría conducir, por lo menos inicialmente, a una mayor apreciación del tipo de cambio, lo cual estimularía el gasto en bienes comerciables e induciría un mayor déficit de la balanza comercial. El aumento resultante del déficit externo sería probablemente financiado por flujos de capital de corto plazo. Este segundo efecto tendería a aumentar la vulnerabilidad del proceso desinflacionario y, por tanto, a reducir la efectividad de la política monetaria en su intento por mitigar las presiones inflacionarias. Por ello, el instrumento más efectivo a disposición de la política económica para afectar al gasto sería la restricción fiscal. Una medida semejante, al aumentar el ahorro público, incide directamente sobre el ahorro total de la economía, inhibiendo el crecimiento de la demanda agregada y disminuyendo las necesidades de financiamiento externo.

Viendo hacia adelante, para conservar la solidez de las finanzas públicas en un entorno menos favorable que el actual y contribuir tanto a la sostenibilidad del proceso de crecimiento económico como al descenso progresivo de la inflación, es imprescindible llevar a cabo una reforma que incremente sustancialmente los ingresos no petroleros del Gobierno Federal.

En resumen, la respuesta de política económica óptima para controlar las presiones de demanda agregada presentes en la economía mexicana implica una aplicación coordinada de las políticas monetaria y fiscal. Ello, a manera de que simultáneamente se reduzca el crecimiento del gasto interno y se limite el deterioro de las cuentas externas. La importancia de inducir una reducción en la expansión de la demanda agregada cobra aun mayor relevancia en el contexto actual en el cual se anticipa una desaceleración de la economía de los Estados Unidos. Este fenómeno tendría como consecuencia un aumento en el déficit comercial de México, el cual se podría ver magnificado de sostenerse el vigoroso crecimiento del gasto interno.

La aplicación de políticas monetaria y fiscal más restrictivas permitiría mantener los requerimientos de financiamiento externo de la economía en niveles compatibles con los flujos de capital de largo plazo e impediría la generación de presiones inflacionarias incompatibles con los objetivos correspondientes, aún en un entorno externo menos favorable que el actual.