

CEFP/009/2004

COMENTARIOS AL PROGRAMA MONETARIO PARA 2004 DEL BANCO DE MÉXICO

ÍNDICE

Presentación	1
Entorno Económico	1
Evolución de la inflación en 2003	3
Política Monetaria	4
Política Monetaria durante 2003	5
Programa Monetario para 2004.....	6
Comentarios	7

Anexo

Cuadro 1: Indicadores Económicos, 2000-2003

Cuadro 2: Base Monetaria, Activos Internacionales, Crédito Interno Neto y Reservas Internacionales, 2000-2003

Cuadro 3: Mercado de Valores, 2000-2003

Cuadro 4: México: Comportamiento del “Corto” Monetario, Tasa de Interés y Tipo de Cambio, 1998-2003

Esquema 1: Mecanismo de transmisión de la política monetaria

Presentación

En cumplimiento a lo previsto en la Fracción IX del artículo 46 y Fracción II del artículo 51 de la Ley del Banco de México, el pasado 28 de enero el Banco Central envió al H. Congreso de la Unión el Informe sobre la Inflación octubre-diciembre 2003 y el Programa Monetario para 2004. Con el propósito de contribuir al análisis de dicho Informe, el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados elaboró el presente documento para coadyuvar al trabajo legislativo de las comisiones y diputados vinculados con este tema.

Entorno Económico

Debido a que la política monetaria del Banxico se va orientando a partir del comportamiento de las principales variables macroeconómicas nacionales e internacionales, resulta importante ubicar el entorno económico en el que se aplicó dicha política durante 2003.

- El Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) presentó, durante el periodo enero-noviembre de 2003, un incremento de 1.04 por ciento con relación al mismo periodo del año pasado. En tanto que el índice de la formación bruta de capital fijo total presentó en el periodo mencionado una variación anual negativa de 0.68 por ciento; dentro de sus componentes, la inversión en maquinaria y equipo tuvo una caída de 4.3 por ciento; que fue parcialmente contrarrestado por un incremento en la construcción de 3.47 por ciento.
- En 2003, el número de trabajadores asegurados al IMSS en actividades económicas fue de 12 millones 250 mil 417 personas, lo que representó una disminución de 11 mil 167 empleos con respecto a 2002 (- 0.09 por ciento). Con relación al cierre de diciembre de 2003, cuando se tenían asegurados 12 millones 222 mil trabajadores, se observó una pérdida de 348 mil empleos con relación al cierre de diciembre de 2000. Por otra parte, la tasa de desempleo abierto¹ se situó en 2003 en 3.25 por ciento, cifra mayor en 0.55 puntos porcentuales a la registrada en 2002.
- En los mercados financieros destacó el comportamiento de las tasas de interés. En el año, la tasa CETES a 28 días registró un promedio de 6.23 por ciento, mientras que en el año anterior el promedio fue 7.09 por ciento; el promedio de la tasa CETES a 28 días durante 2003 resultó 1.27 puntos porcentuales por debajo del 7.50 por ciento estimada en los CGPE-2003. La tendencia descendente de las tasas de interés respondió a la disminución tanto en las expectativas como en la tendencia inflacionaria durante 2003 y la disminución marginal de las tasas de interés internacionales, no obstante la volatilidad y depreciación que experimentó el tipo de cambio durante dicho periodo.
- En el sector externo, destacó la disminución del desequilibrio de la balanza comercial en 2003 con respecto al año anterior; así, el déficit de la balanza comercial ascendió a 5 mil 622.2 millones de dólares, saldo 28.98 por ciento menor al registrado en 2002. Las exportaciones totales mostraron un incremento anual marginal de 2.84 por ciento, en tanto las importaciones lo hicieron en 1.35 por ciento, destacando en estas últimas, el aumento de las importaciones de bienes de uso intermedio por arriba de los bienes de consumo y la reducción de los bienes de capital.

¹ De acuerdo a la actual metodología que cubre 32 ciudades del país.

- El peso siguió presionado por la volatilidad del dólar frente al euro y el yen, la disminución de la tasa de interés interna, y la pérdida de competitividad en los mercados externos, principalmente en el mercado de Estados Unidos. En 2003, el tipo de cambio nominal (Fix²) promedió 10.79 pesos por dólar (pd), lo que significó una depreciación de 11.73 por ciento con respecto al promedio de 2002.
- En el año, el mercado accionario mostró un comportamiento ascendente, resultado de la disminución de los problemas geopolíticos y la disminución a la aversión al riesgo de los inversionistas; no obstante, dichos factores se contrarrestaron por la volatilidad que presentó el dólar respecto al euro y al yen y por la incertidumbre en torno a la recuperación de diferentes economías. Así, el Índice de Precios y Cotizaciones de la BMV mostró una ganancia acumulada al cierre del año de 43.55 por ciento; dato superado por el comportamiento del índice Nasdaq de Estados Unidos que tuvo una ganancia acumulada de 50.01 por ciento, seguido por el índice Dax del mercado accionario alemán que ganó 37.08 por ciento.
- Por su parte, las finanzas públicas registraron un déficit³ de 25 mil 549.5 millones de pesos durante 2003, lo que representó una variación real negativa de 67.7 por ciento con respecto al 2002; el superávit primario se ubicó en 165 mil 30.9 millones de pesos, superior en 46.2 por ciento al año anterior. Se puede inferir que dicho resultado contribuyó a la reducción de la inflación general al haber una menor demanda de bienes y servicios por parte del gobierno, lo que genera una menor presión sobre los precios.

Entre los indicadores externos, destacaron los siguientes:

- El precio de la mezcla mexicana de crudo de exportación mantuvo niveles altos, alcanzando en 2003 un precio promedió de 24.78 dólares por barril (dpb), lo que representó un incremento de 14.83 por ciento con relación a 2002; por otra parte, el precio promedio del petróleo fue 6.43 dpb superior al precio promedio estimado en los CGPE-2003.
- La economía estadounidense mostró un mayor repunte económico al esperado durante 2003, creció a una tasa anual de 3.1 por ciento; que se explica por una menor carga fiscal que ha inducido un incremento sustancial en el ingreso disponible y por la existencia de condiciones financieras favorables y avances en el mercado de valores; no obstante, la tasa de desempleo continúa elevada y la actividad industrial tuvo en 2003 un crecimiento marginal de 0.34 por ciento.
- Debido al buen desempeño de las economías latinoamericanas, la percepción riesgo-país para esta región se redujo.
- Lenta recuperación económica en los principales países industrializados de la Unión Europea y Japón.

² Es el tipo de cambio que se utiliza para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera (peso por dólar); es determinado por el Banco de México con base en un promedio de las cotizaciones del mercado de cambios al mayoreo para operaciones liquidables.

³ Sin programa de separación voluntaria.

Evolución de la inflación en 2003

Al cierre de 2003, le meta de inflación se cumplió marginalmente al ubicarse en 3.98 por ciento, dos centésimas abajo del límite superior al rango de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo de inflación de 3 por ciento establecido por el Banco de México (Banxico); lo que se explica por la evolución favorable de los precios de los bienes agropecuarios, disminución del precio de los genéricos de la vivienda y reducción en el precio de los energéticos, como el gas LP y la electricidad; estos efectos favorables fueron contrarrestados por el incremento en el precio de las materias primas y la depreciación del tipo de cambio.

México: Índice Nacional de Precios: 2000-2003
Inflación anual

Indicador	Variación porcentual anual (Dic-Dic)				Causas de variación en 2003
	2000	2001	2002	2003	
General	8.96	4.40	5.70	3.98	Incremento en el precio de los bienes y servicios no subyacentes afectados principalmente por el alza en la educación, no obstante de la disminución observada en el precio de frutas y verduras. Además, el índice subyacente mostró un incremento que se explica por el alza en el componente de mercancías y del incremento en los salarios.
Subyacente	7.52	5.08	3.77	3.66	Incremento que se explica por el reducido incremento en el componente de mercancías, lo que fue compensado por la reducción del precio de la vivienda.
de Mercancías	6.68	3.85	1.95	2.62	Incremento del precio de sus materias primas y de la depreciación del tipo de cambio.
de Servicios	8.77	6.87	6.23	4.84	Disminución de rentas y costo del uso de la vivienda como resultado de, entre otros, mayor disponibilidad de créditos, menores tasas de interés, y mayor gasto en obra pública orientada a la construcción de vivienda. No obstante del ligero incremento en el precio del resto de servicios como las revisiones salariales no contrarrestaron el efecto descendente de los primeros.
No Subyacente	11.91	3.08	10.05	4.66	Disminución que resultó de las observadas en frutas y verduras, de los bienes y servicios con precios administrados y, en menor medida, de la educación.
Agropecuarios	10.07	1.35	8.65	3.65	Disminución como consecuencia de un mejor año agrícola.
Educación	15.16	14.02	10.04	8.59	Incremento en el costo de las colegiaturas.
Administrados y Concertados	12.58	2.21	10.96	3.91	Disminución en el precio de los energéticos como el gas LP y electricidad que estuvieron en línea con la meta de inflación del Banco de México.

Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con datos del Banco de México.

Banxico señaló que las condiciones financieras y monetarias que prevalecieron y, en general, la debilidad de la demanda agregada, contribuyeron a contener las presiones sobre los precios.

A pesar de que las expectativas del sector privado sobre la inflación para 2003 se mantuvieron por arriba de la meta oficial de inflación y mostró una tendencia ascendente a partir del mes de octubre, ésta se mantuvo en el rango de variabilidad establecida por el Banco Central, lo que propició que el Banxico mantuviera su nivel actual tanto de restricción monetaria como de los depósitos obligatorios que los bancos comerciales mantienen en el Banco Central; lo que se complementó con la vigilancia permanente sobre la evolución de los precios en el mercado de bienes para lograr el cumplimiento de la meta establecida.

La inflación anual subyacente⁴ fue de 3.66 por ciento en diciembre de 2003, 0.11 y 0.66 puntos porcentuales por debajo de la cifra observada en diciembre de 2002 y superior a la meta inflacionaria respectivamente. Este comportamiento se explica por un incremento en el precio de las materias primas importadas y en menor medida por la volatilidad del tipo de cambio.

A diciembre de 2003, la inflación no subyacente⁵ descendió marginalmente y continuó mostrando una tendencia a la baja; su tasa de crecimiento anual a diciembre de 2003 se ubicó en 4.66 por ciento, 5.39 puntos porcentuales menos con relación a 2002; dicha reducción se explica por una disminución en los precios de los bienes agrícolas y de los administrados y concertados, no obstante de que estas disminuciones fueron contrarrestadas por el incremento en los genéricos de la educación.

Política Monetaria

El principal objetivo de la política monetaria en México es “procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, para evitar el deterioro del crecimiento económico, de la distribución del ingreso y de los salarios reales en el país”⁶.

El Banco Central lleva a cabo la política monetaria a través de acciones discrecionales, esto es por medio de la variación en el objetivo de las cuentas corrientes de las instituciones de crédito con la Banca Central para regular la liquidez interviniendo en el mercado de dinero por medio de subastas, ofreciendo créditos, depósitos, o mediante la compraventa de valores gubernamentales en directo o en reporto, enviando con ello una señal sobre su postura monetaria.

En México, la política monetaria ha venido modificándose con la finalidad de incrementar su efectividad y transparencia, por tal razón se ha continuado el esquema de “Objetivos de inflación” el cual se fundamenta en cinco elementos:

- El anuncio público de la meta cuantitativa de inflación;
- Compromiso institucional por la estabilidad de precios;
- Recurrir a diversas variables macroeconómicas, además de los agregados monetarios y las tasas de interés, para decidir que instrumentos se utilizarán;
- Transparentar su información al público; y
- Mayor rendición de cuentas.

⁴ Se entiende por inflación subyacente el aumento de los precios de un subconjunto del INPC, que contiene bienes genéricos con cotizaciones menos volátiles; para medir la tendencia de la inflación en el mediano plazo. Además se considera un indicador que refleja los resultados de la política monetaria.

⁵ Se entiende por inflación no subyacente el aumento de los precios de un subconjunto del INPC, que contiene bienes genéricos con cotizaciones más volátiles.

⁶ Según el mandato constitucional del Banco de México, procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, constituye la mejor contribución para aumentar el bienestar de la población. Informe de política Monetaria 1er semestre 2003. Banco de México.

Política Monetaria durante 2003

En 2003, el Banxico aplicó su política monetaria restrictiva denominada “objetivo de inflación” con la finalidad de alcanzar la meta inflacionaria anual de 3 por ciento con un margen de variabilidad de más/menos⁷ un punto porcentual en el año. En ese contexto, el Banxico estableció el objetivo de “saldos diarios”⁸ y particularmente el “corto monetario”⁹ como su principal instrumento de política monetaria, de tal forma que las tasas de interés y el tipo de cambio se ajustan de acuerdo a la oferta y demanda del mercado de dinero.

Durante el primer trimestre de 2003, el Banxico modificó en tres ocasiones el “corto” monetario, debido a que se observó un repunte de la inflación general, un incremento en las tasas de interés, un incremento en las expectativas inflacionarias del sector privado y una depreciación del tipo de cambio, entre otros factores, de tal forma que el Banxico aumentó el “corto” en 47.37 por ciento en el primer trimestre del año. De acuerdo con el Banco Central, ésta medida tuvo un carácter preventivo para el mediano plazo, con el objetivo de mantener las condiciones monetarias y de expectativas inflacionarias compatibles con el objetivo inflacionario anual.

A partir del segundo trimestre de 2003 y hasta el cierre del año, el Banxico decidió mantener el régimen de saldos diarios (“corto” monetario) en un nivel de 25 millones de pesos diarios debido a que la inflación subyacente mostró una resistencia a la baja, no obstante que se observó una disminución de la inflación general como resultado de la reducción en el precio de los productos agropecuarios (con precios más volátiles), del precio de los genéricos de la vivienda y de los bienes administrados y concertados (por consideraciones estacionales); así como una disminución en las expectativas inflacionarias por parte del sector privado.

Adicionalmente, el Banxico complementó su política monetaria restrictiva con la venta de valores de renta fija denominados Bonos de Regulación Monetaria (Brem); el monto acumulado en el año de dichos bonos ascendió a 231 mil 806.2 millones de pesos, lo que significó un retiro de 18.5 millones de pesos diarios, es decir, un incremento de 3.0 por ciento con respecto al cierre de 2002. Con ello, la política monetaria mantuvo al cierre del año un

⁷ El margen de variabilidad tiene como función el acomodar las perturbaciones en precios relativos que usualmente sólo tienen un efecto transitorio sobre la inflación.

⁸ El régimen de saldos diarios de las cuentas corrientes que las instituciones de crédito mantienen en el Banco de México es un saldo igual a cero en su cuenta corriente con el Banxico. De lo contrario, la institución de crédito cuyo saldo sea diferente a cero tendrá que pagar dos veces la tasa de interés de mercado de dinero (tasa de CETES a plazo de 28 días en colocación primaria) por el excedente cuando sea negativo; o recibir una tasa igual a cero cuando dicho excedente sea positivo; los costos son similares ya que las instituciones con saldos positivos incurrir en un costo de oportunidad, por no haber invertido estos recursos, equivalente a la tasa de mercado, mientras que las instituciones de crédito con saldos negativos deben pagar al cierre del periodo dos veces la tasa representativa del mercado, pero a cambio se benefician de la inversión de los recursos obtenidos mediante el sobregiro. El propósito de esta política es impedir que las fluctuaciones en los saldos ejerzan presiones indebidas sobre las tasas de interés. La aplicación del régimen de saldos diarios sustituyó, a partir del 10 de abril de 2003, el régimen de saldos acumulados en las cuentas corrientes que las instituciones de crédito mantienen en el Banco Central. Esto es, 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). El objetivo de esta medida es impedir que las fluctuaciones en los saldos ejerzan presiones indebidas sobre las tasas de interés.

⁹ Instrumento que afecta una porción de los recursos disponibles para los bancos comerciales en el mercado interbancario, es decir, cuando el Banxico aumenta el “corto monetario” está enviando una señal de que ese monto de recursos se va a encarecer en dicho mercado, por lo que los bancos, para evitar tener que recurrir a pagar una tasa castigada por estos recursos, actúan de manera más agresiva en este mercado, lo que inmediatamente se refleja en presiones alcistas sobre sus tasas de interés, y ello a su vez afecta las tasas de mercado de corto plazo, y posteriormente las de largo plazo, esperando que ello modifique a la baja las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo que hace poco transparente la instrumentación de la política monetaria.

nivel restrictivo explícito de 25 millones de pesos diarios (“corto” monetario) y un nivel restrictivo implícito de 43.5 millones de pesos diarios (“corto” + venta de Brem)¹⁰

Paralelamente, del 2 de mayo al cierre del año, la Comisión de Cambios del Banxico subastó 3 mil 230 millones de dólares en el mercado cambiario, con el propósito de controlar la acumulación de reservas internacionales. Este monto representó el 50 por ciento del flujo de reserva de activos internacionales computados en periodos preestablecidos. Según el Banco de México, “la perspectiva era que dicho mecanismo no alterara el actual régimen de libre flotación ni representara un objetivo de tipo de cambio predeterminado; por lo que se previó que el tipo de cambio sólo variaría por factores fundamentales de corto plazo”¹¹

Política Monetaria para 2004

En su programa monetario para el 2004, el Banxico continuará aplicando su política monetaria restrictiva de objetivos de inflación, con la finalidad de mantener la tasa de inflación anual en un nivel de 3 por ciento con un margen de variabilidad de más/menos un punto porcentual¹² a lo largo del año; la cual continuará realizándose a través del objetivo de saldos diarios y corto monetario. Esta decisión está basada en el hecho de que para el Banco Central, la restricción monetaria influye sobre la evolución de los precios a través de varios canales, aunque los impactos se dan con ciertos rezagos.

Según el Banxico un conjunto importante de variables en política monetaria son las tasas de interés ya que un incremento de éstas tienen diversos impactos en la economía, dentro de los cuales el instituto destaca:

- a) “El incremento en las tasas reales de interés, por medio de su efecto sobre las decisiones de ahorro e inversión de las personas y empresas, reduce el ritmo de expansión de la demanda agregada. A su vez, ésta última debilita las presiones al alza sobre los salarios y sobre los precios de los bienes no comerciables.
- b) El aumento de las tasas de interés, además de reducir la demanda de crédito, puede también limitar la oferta del mismo. La limitación de la oferta de crédito esta en función de si los bancos consideran el proyecto de inversión de alto riesgo. De ser así, el aumento de las tasas de interés, aunado a la incertidumbre de la banca propiciaría una menor disponibilidad de crédito en la economía, lo que afectaría a la inversión, a la demanda agregada y a los precios.
- c) Los incrementos de las tasas de interés hacen más atractiva la inversión en bonos y disminuyen la demanda de acciones, por lo que el valor de mercado de estas últimas disminuye. Ante la reducción del valor de las empresas, éstas enfrentan un deterioro de las condiciones en las cuales obtienen financiamiento, encareciéndose la realización de nuevos proyectos de inversión. Lo anterior afecta a la demanda agregada y eventualmente a los precios. Con respecto a los consumidores, el aumento de las tasas de interés y la consecuente reducción de los precios de las acciones disminuyen el valor de sus activos y, consecuentemente, perciben que su

¹⁰ La diferencia entre el nivel restrictivo implícito y explícito radica específicamente en la venta de los Bonos de renta fija BREM.

¹¹ Informe sobre la inflación enero-marzo 2003. pp 43-44

¹² Ibidem.

riqueza es menor. Estos fenómenos producen una contracción del consumo y de la demanda agregada.

- d) Las tasas de interés más elevadas inducen una apreciación (o menor depreciación) del tipo de cambio, lo cual afecta directamente el comportamiento de los precios de los bienes comerciables y las expectativas de inflación. Asimismo, los movimientos del tipo de cambio real afectan el crecimiento de la demanda agregada al incidir sobre el precio relativo de los bienes comerciables y los no comerciables. Sin embargo, ni la teoría, ni la evidencia son concluyentes respecto de sus consecuencias expansionistas o contraccionistas”.

Para el Banxico “uno de los probables efectos de una política monetaria más restrictiva es que generaría una tendencia hacia una apreciación (o menor depreciación) del tipo de cambio, sin embargo ésta política no es utilizada por el Banco de México con tal propósito ya que busca afectar la tendencia de la inflación de mediano plazo a través de las distintas vertientes”.¹³

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

Comentarios

No obstante el logro marginal de la meta de inflación en 2003, el cual se explica principalmente por una reducción en el precio de los bienes agropecuarios y de vivienda, así como el mantener la sobrevaluación del peso, constituye un avance hacia la estabilidad de precios de largo plazo; en el corto plazo existen varios factores que obstaculizarían la continuidad del descenso de la inflación, como son:

- Expectativas inflacionarias del sector privado para 2004 por arriba de la meta de inflación de 3.0 por ciento;
- La expectativa de un mayor crecimiento de la demanda, el producto y el empleo;
- Un incremento no esperado de los bienes no subyacentes dada su naturaleza volátil;
- Un mayor deslizamiento del peso;
- Un incremento en los precios de los insumos importados;
- Incertidumbre en torno al nivel de las tasas de interés externas.

Así, considerando las presiones internas y externas sobre el objetivo de inflación, el margen de maniobra del Banxico es estrecho, por lo que se esperaría que no se alcance la meta de 3 por ciento en el año pudiendo llegar a rebasarse el 4 por ciento en el transcurso del año. En este contexto, la perspectiva es que Banxico mantenga su actual nivel de restricción monetaria de 25 millones de pesos diarios.

Si bien la restricción monetaria -a través del “corto”- ha mostrado su eficiencia relativa para reducir la inflación, ésta genera por otro lado presiones para que las tasas de interés no se reduzcan más; lo cual inhibe las inversiones productivas y el gasto en consumo de los

¹³ Programa Monetario para 2001, Banco de México, p. 65 y 66.

particulares. Con ello, la reducción en el ritmo de crecimiento de la demanda interna y la producción ejercen presión negativa sobre el empleo y el bienestar de la población.

Al respecto cabe señalar que el mandato constitucional del Banxico es procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, bajo la premisa de que con ello se evita el deterioro del crecimiento económico y la distribución del ingreso. Sin embargo, aún no se ha reestablecido el crecimiento económico ni la generación de más empleos productivos en el país, no obstante que ya se han alcanzado tasas reducidas de inflación.

Además, las altas tasas de interés tienen efectos desfavorables sobre todos los sectores productivos, los trabajadores y los consumidores en general; relevan a la inversión productiva, y restan competitividad a las empresas mexicanas frente a sus competidores internacionales; en tanto, el sector público tiene que destinar más recursos para el pago de intereses. Así, la sociedad en su conjunto se ve frenada y los únicos beneficiados de la restricción monetaria son los rentistas y especuladores nacionales e internacionales.

Asimismo, la política monetaria restrictiva impulsada por el Banxico, al frenar una mayor reducción de las tasas de interés, restan competitividad a las empresas mexicanas frente a sus competidores internacionales y coadyuvan a mantener la sobrevaluación del tipo de cambio; lo que ha inducido a mantener un déficit en la balanza comercial, propiciar un lento crecimiento productivo y la pérdida de competitividad de nuestra economía, de no haber sido por la importante entrada de recursos del exterior por los altos precios del petróleo y el envío de remesas, así como por la subasta de dólares diaria por el Banco Central, el tipo de cambio estaría sujeto a enormes presiones.

En ese sentido, al no haber un tipo de cambio de equilibrio que apoye al sector exportador nacional y que fortalezca la competitividad de nuestra economía, es de cuestionarse si realmente el Banxico apoya un tipo de cambio flexible, ya que al subastar dólares e impulsar una política monetaria restrictiva que mantenga artificialmente altas las tasa de interés fomenta la sobrevaluación del peso, lo cual si bien coadyuva a frenar las presiones inflacionarias, resta competitividad a la economía.

En general, hasta ahora la política monetaria restrictiva del Banxico sólo ha logrado, parcialmente, mantener controlada la inflación sin atacar aún las causas estructurales que la provocan. Sin embargo, ello dificulta la recuperación económica y la generación de empleos. Si ha ello se adiciona una política fiscal restrictiva en el corto plazo, se entiende la razón por la cual se ha utilizado de manera reiterativa el argumento de que la economía nacional solamente logrará crecer si se aprueban las reformas estructurales y se consolida el crecimiento de la economía norteamericana.

Por lo anterior, la política monetaria, en coordinación con la política fiscal, además de orientarse a mantener el equilibrio macroeconómico y la estabilidad en los precios deberían de contribuir a generar y consolidar las bases de un crecimiento alto y sostenido capaz de generar los empleos que cada año se demandan.

Anexo

Cuadro 1
Indicadores Económicos, 2000-2003

Año	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Promedio
Inflación mensual¹ (%)													
2000	1.34	0.89	0.55	0.57	0.37	0.59	0.39	0.55	0.73	0.69	0.86	1.08	0.72
2001	0.55	-0.07	0.63	0.50	0.23	0.24	-0.26	0.59	0.93	0.45	0.38	0.14	0.36
2002	0.92	-0.06	0.51	0.55	0.20	0.49	0.29	0.38	0.60	0.44	0.81	0.44	0.46
2003	0.40	0.28	0.63	0.17	-0.32	0.08	0.14	0.30	0.60	0.37	0.83	0.43	0.33
Inflación anual² (%)													
2000	11.03	10.52	10.11	9.73	9.48	9.41	9.12	9.10	8.85	8.91	8.87	8.96	9.51
2001	8.11	7.09	7.17	7.11	6.95	6.57	5.88	5.93	6.14	5.89	5.39	4.40	6.39
2002	4.79	4.79	4.66	4.70	4.68	4.94	5.51	5.29	4.95	4.94	5.39	5.70	5.03
2003	5.16	5.52	5.64	5.25	4.70	4.27	4.13	4.04	4.04	3.96	3.98	3.98	4.56
Tipo de cambio nominal³ (pesos por dólar)													
2000	9.4793	9.4456	9.2959	9.3748	9.5081	9.7978	9.4688	9.2846	9.3319	9.5182	9.5179	9.4439	9.46
2001	9.7701	9.7027	9.6186	9.3513	9.1467	9.0957	9.1560	9.1272	9.3841	9.3685	9.2223	9.1672	9.34
2002	9.1614	9.1062	9.0809	9.1317	9.4899	9.7378	9.7978	9.8258	10.0425	10.0961	10.2032	10.1982	9.66
2003	10.5762	10.9216	10.9427	10.6324	10.2506	10.4953	10.4434	10.7327	10.9255	11.1704	11.1145	11.2629	10.79
Tipo de cambio real⁴ (pesos por dólar)													
2000	5.91	5.87	5.80	5.82	5.88	6.06	5.85	5.70	5.72	5.80	5.76	5.65	5.82
2001	5.85	5.83	5.76	5.59	5.48	5.45	5.48	5.43	5.56	5.51	5.39	5.33	5.56
2002	5.29	5.28	5.27	5.30	5.50	5.62	5.64	5.66	5.76	5.77	5.78	5.74	5.55
2003	5.96	6.18	6.19	6.00	5.79	5.93	5.90	6.07	6.16	6.27	6.17	6.22	6.07
Sobre o subvaluación del Peso⁵ (porcentaje)													
2000	28.56	29.39	31.13	30.68	29.18	25.45	30.01	33.32	32.95	30.99	32.04	34.59	30.69
2001	30.00	30.29	31.96	35.88	38.61	39.48	38.59	39.85	36.68	37.99	40.94	42.55	36.90
2002	43.63	43.84	44.17	43.34	38.21	35.28	34.68	34.36	32.04	31.70	31.37	32.30	37.08
2003	27.52	22.88	22.68	26.75	31.26	28.17	28.85	25.28	23.40	21.27	23.22	22.26	25.30
Tasa de interés nominal CETES⁶ a 28 días (%)													
2000	16.19	15.81	13.66	12.93	14.18	15.65	13.73	15.23	15.06	15.88	17.56	17.05	15.24
2001	17.89	17.34	15.80	14.96	11.95	9.43	9.39	7.51	9.32	8.36	7.43	6.29	11.31
2002	6.97	7.91	7.23	5.76	6.61	7.30	7.38	6.68	7.34	7.66	7.30	6.88	7.09
2003	8.27	9.04	9.17	7.86	5.25	5.20	4.57	4.45	4.73	5.11	4.99	6.06	6.23
Tasa de interés real anual CETES⁷ a 28 días (%)													
2000	0.07	5.27	7.16	6.27	10.07	8.83	9.43	8.93	6.42	7.82	7.49	4.07	6.82
2001	11.79	19.72	8.47	9.22	9.59	6.77	13.29	0.39	-1.81	2.94	2.96	4.71	7.34
2002	-3.98	9.05	1.07	-0.77	4.24	1.45	4.00	2.13	0.12	2.39	-2.36	1.66	1.58
2003	3.46	5.84	1.60	5.96	9.57	4.26	2.86	0.85	-2.37	0.71	-4.82	0.90	2.40

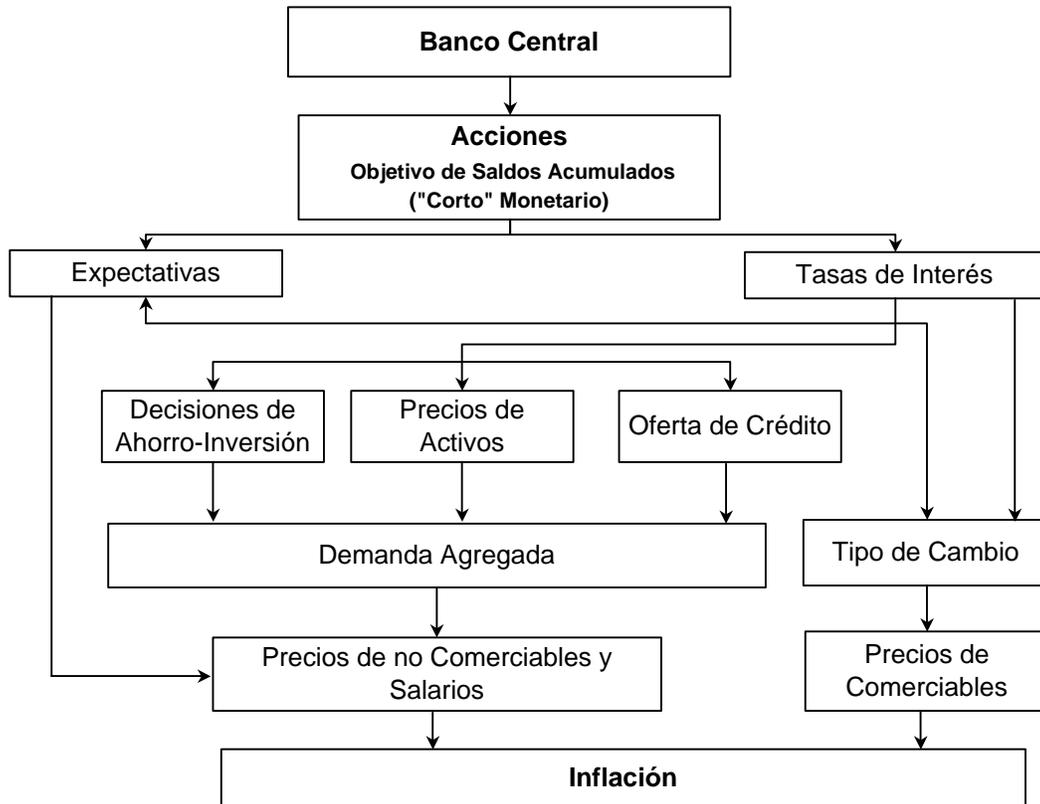
- Variación porcentual mensual del Índice Nacional de Precios al Consumidor base 2Q Jun 2002=100.
 - Variación porcentual anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor base 2Q Jun 2002=100.
 - Tipo de Cambio Nominal FIX (promedio de período), para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera (pesos por dólar); es determinado por el Banco de México con base en un promedio de las cotizaciones del mercado de cambios al mayoreo para operaciones liquidables.
 - Tipo de Cambio Real.- Proporciona una medida de valor del dólar en términos de su poder de compra. Se calcula multiplicando el tipo de cambio nominal por la razón del índice de precios de Estados Unidos y México. Año base 1996.
 - Sobre o subvaluación.- Es la diferencia porcentual entre el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio teórico.
 - Certificados de la Tesorería de la Federación a 28 días; es una tasa de interés pasiva -Instituciones de ahorro no bancarios- en México. Títulos de crédito al portador denominados en moneda nacional a cargo del Gobierno Federal.
 - Calculada en base a la siguiente ecuación: $rr=(1+ra)/(1+ia)$; donde rr es la tasa de interés real anual, ra es la tasa de rendimiento anualizado e ia es la inflación mensual anualizada; y $ra=(1+(rn/12))^{12}$, donde rn es la tasa de rendimiento nominal anual.
- nd: No disponible.
Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con datos del Banco de México y de la Federal Reserve Bank of St. Louis, EU.

Cuadro 2
Base Monetaria, Activos Internacionales, Crédito Interno Neto y Reservas Internacionales, 2000-2003
(millones)

	Saldos				Flujos efectivos											
					2001				2002				2003			
	Al 31 de dic. 2000	Al 31 de dic. 2001	Al 31 de dic. 2002	Al 31 de dic. 2003	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
(A) Base Monetaria (pesos)	208,943.1	225,580.4	263,936.9	303,614.1	-32,833.2	4,624.0	1,453.9	43,392.6	-9,271.8	-4,415.9	-899.1	52,943.3	-26,087.3	2,167.9	-1,315.0	64,911.6
(B) Activos Internacionales ¹ (pesos)	342,386.2	411,315.0	529,502.8	663,657.0	40,616.1	-12,316.3	37,402.9	3,226.1	6,216.5	36,793.5	23,790.0	51,387.8	53,124.9	-5,307.4	27,255.6	59,081.1
(C) Crédito Interno Neto ² (pesos) [(A)-(B)]	-133,443.1	-185,734.6	-265,565.9	-360,043.0	-73,449.2	16,940.2	-35,949.0	40,166.5	-15,488.4	-41,209.3	-24,689.1	1,555.5	-79,212.2	7,475.3	-28,570.6	5,830.4
Reservas Internacionales ³ (dólares)	33,554.9	40,879.9	47,984.0	57,434.9	4,480.6	694.9	684.2	1,465.3	1,348.8	494.2	2,384.7	2,876.4	4,004.4	1,408.7	-1,279.6	5,317.4

- 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.
 - 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.
 - Según se define en la Ley del Banco de México.
- Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con datos del Banco de México.

Esquema 1
Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria



Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con información del Banco de México.



CENTRO DE ESTUDIOS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

José Antonio Echenique García
Director General

Carlos Augusto Colina Rubio
Director de Estudios Macroeconómicos

Ernesto Pittaluga Mora
Subdirector

Martín Ruiz Cabrera
Jefe de Departamento