

**CEFP/034/2002**

**Comentarios al Informe de Política Monetaria del  
Banco de México, al Primer Semestre de 2002**



## INDICE

Presentación .....	3
Entorno Económico .....	3
Política Monetaria en el primer semestre de 2002 .....	4
Conclusiones .....	6

### **Anexo**

Cuadro 1: Indicadores Económicos, 2000-2002/sep.

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

Cuadro 3: México: Comportamiento del “Corto” Monetario, Tasa de Interés y Tipo de Cambio, 1998-2002/sep.

Cuadro 4: Expectativas Económicas para 2002

Esquema 1: Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria (Objetivo de Saldos Acumulados)

Esquema 2: Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria (Tasa de Interés Objetivo)



## **Presentación**

En cumplimiento por lo dispuesto en la fracción IX del artículo 46 y fracción II del artículo 51 de la Ley del Banco de México, el Instituto Central envió el pasado mes de septiembre al H. Congreso de la Unión el Informe sobre la ejecución de la Política Monetaria correspondiente al primer semestre de 2002. 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**

Considerando que la política monetaria del Banco de México (Banxico) se va orientando a partir del comportamiento de las principales variables macroeconómicas nacionales e internacionales, es importante mencionar el entorno económico en el que se aplicó dicha política en la primera mitad del año. En el primer semestre de 2002 los indicadores macroeconómicos tuvieron, en general, un comportamiento favorable comparado con el año previo:

- El Producto Interno Bruto (PIB) después de haber registrado una caída de 2 por ciento en el primer trimestre, en el segundo, observó un crecimiento real de 2.1 por ciento, con ello, su variación promedio en el primer semestre del año fue de 0.05 por ciento respecto al mismo periodo del año previo.
- Al cierre de junio, la inflación global medida a partir del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) fue de 4.9 por ciento, es decir, aún se mantiene por arriba de la meta anual de 4.5 por ciento, mientras que la inflación subyacente fue menor que la general al cerrar en 3.9 por ciento en dicho mes.
- El crecimiento de la actividad productiva en el segundo trimestre de 2002 permitió la recuperación de 115 mil empleos en las distintas actividades económicas dentro del sector formal de la economía, respecto al primer trimestre; lo que significó un aumento de 0.95 por ciento en el número de trabajadores afiliados al IMSS. La tasa de desempleo abierto se ubicó en 2.62 por ciento, cifra menor en 0.21 puntos porcentuales a la registrada en el primer trimestre.
- En los mercados financieros destacó el comportamiento de las tasas de interés, en el primer trimestre del año, la tasa CETES a 28 días registró un promedio de 7.37 por ciento, mientras que en el segundo fue de 6.56 por ciento, con ello, el promedio de la tasa CETES a 28 días en el primer semestre del año se ubicó en 6.96 por ciento. La tendencia descendente de las tasas de interés respondió a la disminución de la inflación; a la estabilidad del tipo de cambio; y a que las tasas de interés internacionales, particularmente la tasa prima de Estados Unidos, se mantuvieron prácticamente sin cambio en los primeros seis meses del año.

- El peso se vio presionado durante el segundo trimestre del año depreciándose 10.54 por ciento, revirtiendo con ello la tendencia de apreciación que había mantenido hasta entonces, cerrando el trimestre en 9.99 pesos por dólar, así el promedio en el primer semestre del año fue de 9.30 pesos por dólar, cifra aún por abajo del pronóstico oficial para el año de 10.10 pesos por dólar.
- A partir del mes de mayo el mercado accionario tuvo un comportamiento inestable, en respuesta a la volatilidad del mercado accionario estadounidense ante las irregularidades contables de algunas empresas. El Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores tuvo una pérdida acumulada de 12.24 por ciento en el segundo trimestre del año.
- Por su parte, las finanzas públicas registraron un superávit de 23 mil 945 millones de pesos en el primer semestre del año, superior en 73.1 por ciento real al observado en el mismo periodo del año anterior. El superávit primario se ubicó en 121 mil 14 millones de pesos inferior en 0.7 por ciento al del mismo periodo de 2001.

Entre los indicadores externos, destacaron los siguientes:

- El precio de la mezcla mexicana de crudo de exportación mantuvo su tendencia ascendente, alcanzando en el primer semestre del año un precio promedio de 19.70 dólares por barril, es decir, 4.2 dólares por arriba del precio promedio estimado en los Criterios Generales de Política Económica para 2002.
- La economía estadounidense mostró signos de recuperación, expectativa que se ha puesto en riesgo por los fraudes corporativos dados a conocer recientemente y la posibilidad de un próximo conflicto armado en Medio Oriente. El PIB de Estados Unidos registró un crecimiento real promedio anual de 1.8 por ciento en el primer semestre del año, cifra superior a la tasa de crecimiento de 0.3 anual estimada a principio de año.
- Mejoría de la percepción riesgo-país.
- Signos de recuperación económica en los principales países industrializados de la Unión Europea y Japón

### **Política Monetaria en el primer semestre de 2002**

El Programa Monetario 2002 del Banco de México (Banxico) se sustenta en cuatro elementos básicos: los objetivos de inflación; el marco para la instrumentación de la política monetaria; el esquema de referencia para el análisis de la coyuntura económica y de las presiones inflacionarias; y la política de comunicación con el público.

Es decir, la estrategia que sigue el Banxico, denominada “objetivo de inflación” se estructura a partir de cinco elementos a considerar: el anuncio público de las metas cuantitativas de inflación, para el mediano plazo (3 por ciento para 2003); un compromiso institucional por la estabilidad de precios como meta fundamental de la política monetaria; para decidir qué instrumentos se utilizarán se recurre, además de la información sobre los agregados monetarios y las tasas de interés,

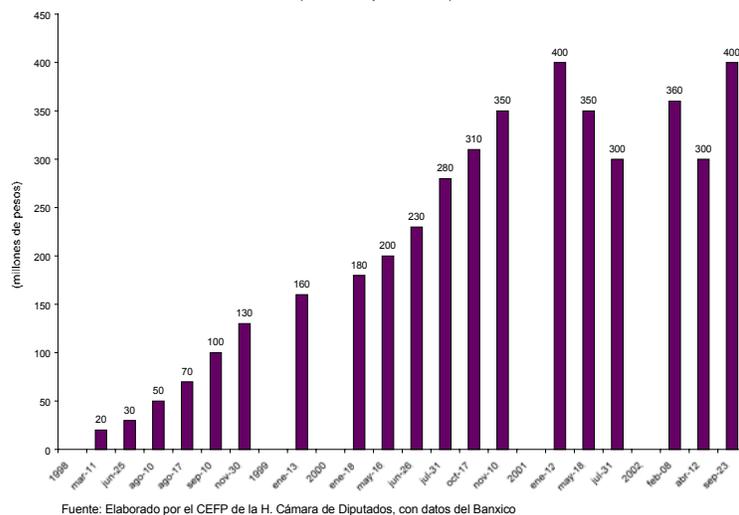
a otras variables macroeconómicas; mayor transparencia en la información que se da a conocer al público; y rendición de cuentas por parte del Instituto Central.

En ese contexto, el principal objetivo de la política monetaria del Instituto Central es mantener la estabilidad del poder adquisitivo del peso mediante el control de la inflación, estableciendo metas de corto, mediano y largo plazos.

Como lo ha venido haciendo desde 1998, el Banxico mantuvo en el primer semestre de 2002 su política monetaria restrictiva, aplicando medidas discrecionales por medio de la variación en el objetivo de saldos acumulados<sup>1</sup> para alcanzar la meta de inflación, establecida para 2002 en 4.5 por ciento anual.

En julio pasado el Banxico anunció su objetivo de política económica de largo plazo<sup>2</sup> y fijó una meta de inflación de 3 por ciento anual en 2003 que deberá mantener permanentemente en ese nivel en los años siguientes en un rango de variabilidad de +1 punto/-1 punto, con el propósito de ofrecer un marco de certidumbre a las decisiones de ahorro e inversión y para la determinación de precios y salarios.

Gráfica 1  
México: Comportamiento del "Corto" Monetario, 1998-2002/sep.  
(millones de pesos diarios)



El principal instrumento que viene utilizando el Banxico en su política monetaria desde marzo de 1998 es el llamado "corto", y lo aumenta o disminuye en función del comportamiento de la expectativa de inflación y del mercado cambiario.

El "corto" monetario afecta una parte de los recursos disponibles para los bancos comerciales en el mercado interbancario, lo que significa que, cuando el Banxico aumenta el "corto" monetario está enviando una señal de que ese monto de recursos se va encarecer en dicho mercado, por lo que los bancos comerciales, para evitar tener que pagar una tasa "castigada" por esos recursos, actúan agresivamente, ejerciendo presiones a la alza sobre la tasa de interés, con ello, el Banxico busca modificar a la baja las expectativas de inflación de los agentes económicos.

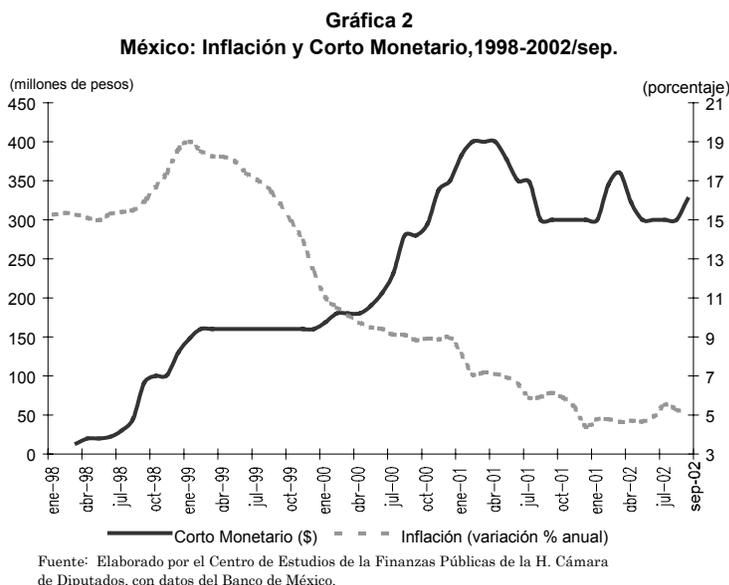
En lo que va del año 2002 el Banxico ha modificado en tres ocasiones el "corto" monetario (ver Gráfica 1). El 8 de febrero lo aumentó de 300 a 360 millones de

<sup>1</sup> El régimen de saldos acumulados establece periodos de 28 días, en los que las instituciones de crédito tienen que mantener un saldo promedio igual a cero en su cuenta corriente con el Banxico, la institución cuyo saldo sea diferente a cero tendrá que pagar dos veces la tasa de interés de mercado (CETES a 28 días) por el excedente que sea negativo; o recibir una tasa igual a cero cuando sea positivo. El objetivo de esta medida es impedir que las fluctuaciones en los saldos ejerzan presiones indebidas sobre las tasas de interés.

<sup>2</sup> Informe sobre Inflación: Abril-Junio de 2002

pesos diarios, como medida preventiva para evitar un posible deterioro de las expectativas inflacionarias y prevenir el contagio en los precios administrados y concertados por los ajustes de precios en general que se dan tradicionalmente a principios de cada año.

La evolución favorable de las expectativas inflacionarias y la estabilidad que mostraron las tasas de interés externas (particularmente la prime rate estadounidense) en el primer trimestre del año, permitió que el 12 de abril el Banxico disminuyera el “corto” de 360 a 300 millones de pesos, con el propósito de mantener las condiciones monetarias compatibles con el objetivo inflacionario anual de 4.5 por ciento al cierre del año.



Sin embargo, el pasado 23 de septiembre el Instituto Central anunció el aumento del “corto” de 300 a 400 millones de pesos diarios buscando frenar la desfavorable evolución de la inflación y la volatilidad del mercado cambiario, que se observó durante septiembre.

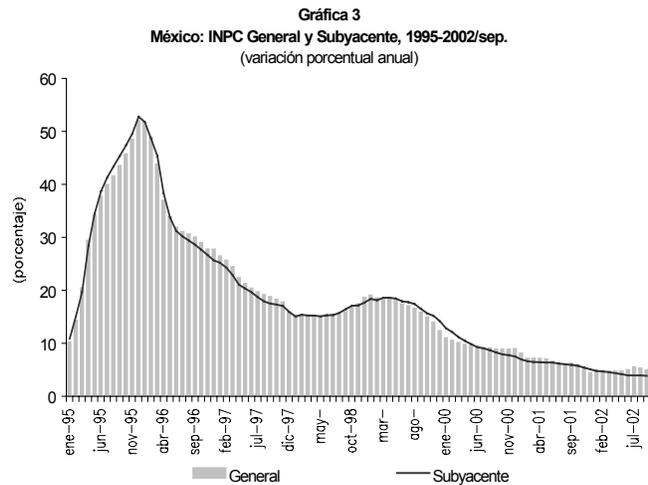
La política monetaria se complementa con la venta de valores de renta fija en el mercado de dinero denominados Bonos de Regulación Monetaria (Brem); al cierre de

septiembre, el monto acumulado de dichos bonos ascendió a 220 mil 734.7 millones de pesos, lo que significó un retiro de 234 millones de pesos diarios, es decir, un incremento de 40.8 por ciento con respecto al cierre de 2001. Con ello, la política monetaria mantuvo al cierre del mes de septiembre un nivel restrictivo explícito de 400 millones de pesos diarios (“corto” monetario) y un nivel restrictivo implícito de 634 millones de pesos diarios (“corto” + venta de Brem).

## Conclusiones

- **Instrumento monetario:** El principal instrumento de la política monetaria del Banxico es el llamado “corto”, el cual tiene como objetivo bajar las expectativas inflacionarias, sin embargo, es un instrumento poco transparente, por lo que el Gobernador del Banxico mencionó a principio de octubre pasado la posibilidad de que el mecanismo del “corto” sea sustituido gradualmente durante 2003, por una tasa de referencia (ver mecanismos de transmisión en el Anexo), como lo hace actualmente la Reserva Federal estadounidense y algunos otros bancos centrales como el de Canadá, los cuales además de controlar la inflación para mantener el poder adquisitivo de sus divisas, contribuyen con sus instrumentos de política monetaria al crecimiento económico sostenido, a mejorar el nivel de vida de la población y a generar más empleos.

- Inflación:** Hasta ahora, la política monetaria restrictiva del Banxico ha logrado, parcialmente, mantener controlada la inflación, ya que no ha atacado las causas estructurales que la provocan. Así, la inflación anual al mes de septiembre medida por el INPC se situó en 4.95 por ciento y la acumulada en el año fue de 3.94 por ciento, con ello, la inflación general aún se encuentra 0.45 puntos porcentuales por arriba de la meta de inflación de los CGPE 2002 y 0.54 puntos porcentuales por arriba de la observada al cierre de diciembre de 2001.



- Tipo de cambio:** El peso se vio presionado por la inestabilidad de los mercados financieros internacionales; la depreciación del dólar frente al euro y el yen; y los problemas políticos y económicos que continúan enfrentando los principales países latinoamericanos, ello provocó que la moneda mexicana sufriera una depreciación de 9.6 por ciento entre enero y septiembre de 2002 respecto a su cotización del cierre de 2001, al cotizarse al cierre del mes de septiembre en 10.04 pesos por dólar, aún así, la política monetaria restrictiva del Instituto Central continúa contribuyendo a la sobrevaluación del peso, con las consecuencias negativas que ello tiene sobre las cuentas externas, particularmente sobre la balanza comercial.
- Balanza Comercial:** No obstante que el desequilibrio de la balanza comercial disminuyó en el primer semestre de 2002 respecto al mismo periodo de 2001, aún se mantiene elevado, si consideramos que la menor actividad económica en dicho periodo repercute en una menor demanda de bienes del exterior. Así, en el primer semestre de 2002 el déficit de la balanza comercial ascendió a 1 mil 414 millones de dólares, saldo 19.1 por ciento menor al registrado en el mismo semestre de 2001, las exportaciones totales tuvieron un crecimiento anual de 1.9 por ciento; mientras que las importaciones crecieron en 1.1 por ciento, destacando en estas últimas el crecimiento de las importaciones de bienes de consumo, por arriba de los bienes intermedios y los bienes de capital.
- Tasa de interés:** Esta se ha venido comportando de acuerdo a los movimientos del “corto” monetario, es decir, cuando el Banxico lo aumenta las tasas de interés observan un crecimiento y cuando lo disminuye las tasas bajan. Así, la tasa nominal de los CETES a 28 días se ubicó en septiembre en 7.34 por ciento, lo que significó un incremento de 105 puntos base con relación al cierre de diciembre de 2001, dicha tasa ya está por abajo de la meta de 9.7 por ciento establecida en los CGPE 2002.

## Anexo:

Cuadro 1  
Indicadores Económicos, 2000-2002/sep.

Año	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Promedio
<b>Inflación mensual<sup>1</sup> (%)</b>													
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				0.43
<b>Inflación anual<sup>2</sup> (%)</b>													
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				4.92
<b>Tipo de cambio nominal<sup>3</sup> (pesos por dólar)</b>													
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				9.49
<b>Tipo de cambio real<sup>4</sup> (pesos por dólar)</b>													
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					5.45
<b>Sobre o subvaluación del Peso<sup>5</sup> (porcentaje)</b>													
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					39.69
<b>Tasa de interés nominal CETES<sup>6</sup> a 28 días (%)</b>													
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				7.02
<b>Tasa de interés real anual CETES<sup>7</sup> a 28 días (%)</b>													
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				1.92

<sup>1</sup> Variación porcentual mensual del Índice Nacional de Precios al Consumidor base 2Q Jun 2002=100<sup>2</sup> Variación porcentual anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor base 2Q Jun 2002=101<sup>3</sup> Tipo de Cambio Nominal FIX, 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<sup>4</sup> 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.<sup>5</sup> Sobre o subvaluación.- Es la diferencia porcentual entre el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio teórico.<sup>6</sup> 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.<sup>7</sup> 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  $ra=(1+(m/12))^{12}$  donde  $m$  es la tasa de rendimiento nominal anual

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  
(millones)

	Saldos			Flujos efectivos										
				2000				2001				2002		
	Al 31 de dic. 2000	Al 31 de dic. 2001	Al 30 de sep. 2002	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
(A) Base Monetaria (pesos)	208,943.1	225,580.4	210,993.6	-35,723.5	12,534.7	-4,130.1	47,543.7	-32,833.2	4,624.0	1,453.9	43,392.6	-9,271.8	-4,415.9	-899.1
(B) Activos Internacionales <sup>1</sup> (pesos)	342,386.2	411,315.0	478,115.0	40,297.1	-9,530.0	32,436.0	19,114.7	40,616.1	-12,316.3	37,402.9	3,226.1	6,216.5	36,793.5	23,790.0
(C) Crédito Interno Neto <sup>2</sup> (pesos) [(A)-(B)]	-133,443.1	-185,734.6	-267,121.4	-76,020.4	22,064.6	-36,566.2	28,429.1	-73,449.2	16,940.2	-35,949.0	40,166.5	-15,488.4	-41,209.3	-24,689.1
Reservas Internacionales <sup>3</sup> (dólares)	33,554.9	40,879.9	45,107.6	3,276.6	-2,105.6	-34.5	1,685.0	4,480.6	694.9	684.2	1,465.3	1,348.8	494.2	2,384.7

<sup>1</sup> 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.<sup>2</sup> Para la estimación de los flujos efectivos en moneda nacional de los activos internacionales netos se utiliza el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación. La diferencia entre los saldos de activos internacionales netos expresados en moneda nacional no corresponde al concepto de flujos de efectivo, debido a que los saldos se valúan al tipo de cambio del día.<sup>3</sup> 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.

**Cuadro 3**  
**México: Comportamiento del "Corto" Monetario,**  
**Tasa de Interés y Tipo de Cambio, 1998-2002/sep.**

Fecha	Corto Monetario (millones de pesos diarios)	CETES 28 días (tasa de interés nominal)	Tipo de Cambio (pesos por dólar)
<b>1998</b>			
11 de marzo	20	18.95	8.67
25 de junio	30	19.50	8.95
10 de agosto	50	19.89	9.13
17 de agosto	70	21.49	9.30
10 de septiembre	100	36.94	10.53
30 de noviembre	130	32.29	10.00
<b>1999</b>			
13 de enero	160	29.29	10.60
<b>2000</b>			
18 de enero	180	15.62	9.44
16 de mayo	200	14.54	9.51
26 de junio	230	15.34	9.92
31 de julio	280	13.55	9.37
17 de octubre	310	15.20	9.54
10 de noviembre	350	17.32	9.60
<b>2001</b>			
12 de enero	400	17.07	9.88
18 de mayo	350	12.61	8.98
31 de julio	300	9.40	9.14
<b>2002</b>			
8 de febrero	360	8.15	9.15
12 de abril	300	5.84	9.07
23 de septiembre	400	6.99	10.36

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

**Cuadro 4**  
**Expectativas Económicas para 2002**

Indicador	Aprobado CGPE	Expectativas del	Observado
	2002	Sector Privado <sup>1</sup>	ene-jun 2002
Producto Interno Bruto			
Crecimiento % real	1.7	1.58	0.0
Nominal (miles de millones de pesos)	6,198.7 <sup>2</sup>	n.e	5,952.3
Deflactor del PIB	5.6	n.e	3.2
Inflación			
Anual	4.5	4.98	4.9
Tipo de cambio nominal			
Promedio (pesos por dólar)	10.10	10.06	9.30
Tasa de interés (CETES 28 días)			
Nominal promedio (%)	9.7	n.e	7.0
Real (%)	6.5	n.e	1.8
Cuenta Corriente			
Millones de dólares	-21,113.8	-17,274.0	-6,803.5
% del PIB	-3.4	n.e	-1.1
Balance Público			
% del PIB	-0.65	n.e	0.1
Inversión Extranjera Directa (millones de dólares)	n.e	13,147.0	n.e
PIB de EE.UU			
Crecimiento real (%)	0.3	2.42	1.8
Inflación de EE.UU			
Anual (%)	2.5	n.e	1.1
Petróleo (mezcla mexicana)			
Precio promedio (dls. por barril)	15.50	21.20	19.70
Plataforma de exportación promedio (mbd)	1,725	n.e	1,637
Tasa de interés externa			
Tasa LIBOR (%)	3.0	n.e	1.8

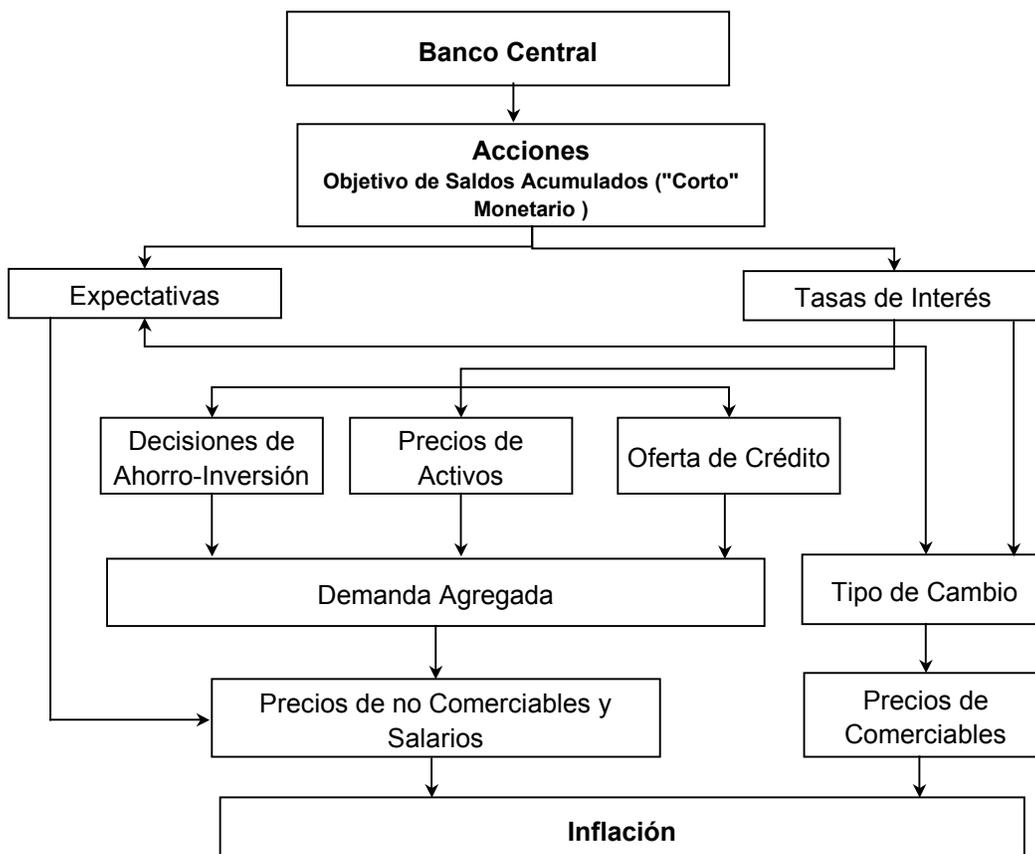
n.e: no estimado

<sup>1</sup> Encuesta de Septiembre del Banco de México al Sector Privado

<sup>2</sup> PIB calculado en base a la cifra del cierre de 2001, con un crecimiento real de 1.7% y un implícito del PIB de 5.6%

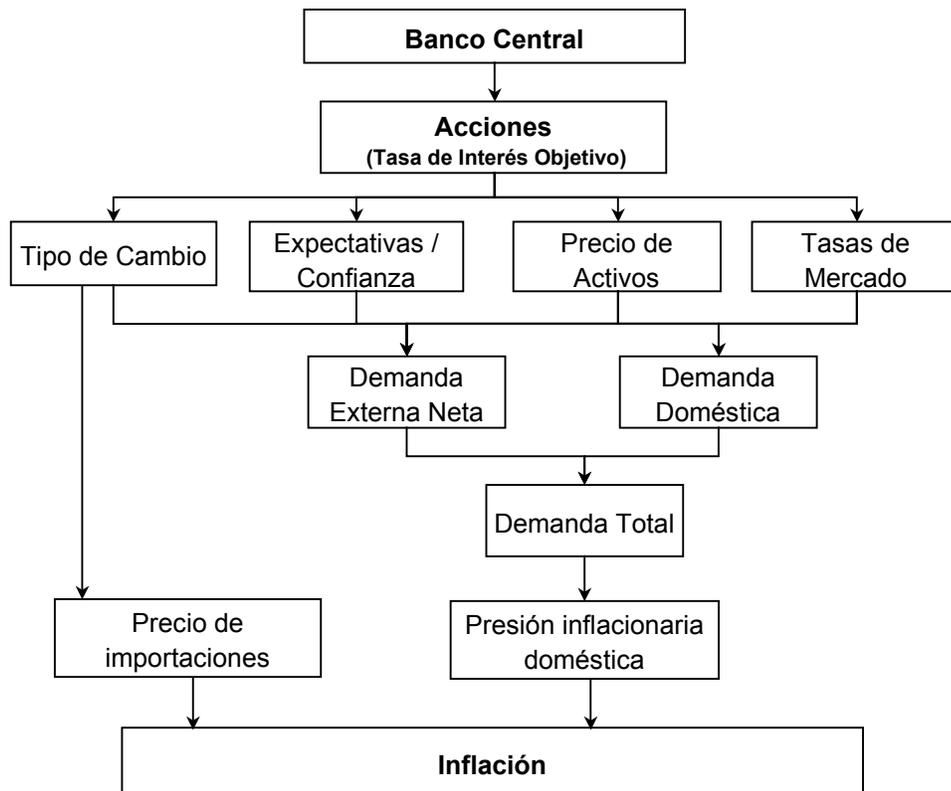
Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con datos del INEGI, Banco de México, Secretaría de Hacienda y Crédito Público y Criterios Generales de Política Económica 2002

**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.

**Esquema 2**  
**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 de BBVA Bancomer, Informe Económico, febrero de 2002.