

PROGRAMA DE POLITICA MONETARIA

PARA EL EJERCICIO
1° DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 1996



BANCO DE MEXICO

DICIEMBRE DE 1995

GOBERNADOR

MIGUEL MANCERA AGUAYO

SUBGOBERNADORES

ARIEL BUIRA SEIRA
FRANCISCO GIL DIAZ
GUILLERMO GÜEMEZ GARCIA
JESUS MARCOS YACAMAN

De acuerdo con lo dispuesto en el Artículo 51, fracción I, de la Ley del Banco de México, la Junta de Gobierno de esta institución debe entregar al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión o a su Comisión Permanente, en enero de cada año, una exposición sobre la política monetaria a seguir en el ejercicio respectivo. A reserva de cumplir con la referida obligación en enero próximo, la Junta de Gobierno del Banco de México ha decidido dar a conocer, desde ahora, los principales elementos de la política monetaria que pondrá en práctica en el lapso comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 1996. La propia Junta considera que esta información servirá para infundir mayor confianza en el proceso de estabilización de precios, cuya procuración es, por mandato constitucional, el objetivo prioritario de la institución, toda vez que es mediante la consecución de éste que un banco central puede hacer su mejor contribución para lograr el desarrollo económico del país.

INDICE

	Pág.
I INTRODUCCION	3
II POLITICA MONETARIA CORRESPONDIENTE AL EJERCICIO COMPENDIDO DEL 1° DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 1995.....	5
II.1. Descripción del Programa Monetario para 1995	5
II.2. Evaluación del Programa Monetario para 1995.....	9
II.3. Comentarios Adicionales.....	20
III PROGRAMA DE POLITICA MONETARIA PARA EL CICLO COMPENDIDO DEL 1° DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 1996.....	21
III.1. Objetivo del Programa Monetario.....	21
III.2. Lineamientos Generales de Política Monetaria para 1996.....	23

I INTRODUCCION

En un régimen cambiario de flotación, la base monetaria se modifica fundamentalmente por el manejo del crédito del instituto emisor,¹ toda vez que el banco central no se ve en el caso de tener que inyectar o sustraer liquidez por una intervención obligada en el mercado de cambios. Es mediante el manejo de su crédito que el banco central puede influir sobre las tasas de interés y el tipo de cambio. A través de estas variables, incide sobre la evolución de la demanda agregada y, por ende, sobre la trayectoria del nivel general de los precios.

En circunstancias normales, no es necesario que un banco central fije límites rígidos al monto de su crédito o de la base monetaria: el banco central puede combatir la inflación ajustando las condiciones en que suministra el crédito primario (sinónimo de crédito del banco central), según su evaluación de los indicadores -contemporáneos e incluso adelantados- de la marcha de los precios. La razón por la cual la mayoría de los bancos centrales ha dejado de adoptar objetivos cuantitativos específicos en cuanto al monto de su propio crédito o de otros agregados monetarios, es que, en las últimas décadas, los cambios tecnológicos o de regulación financiera, entre otros factores, han dado lugar a que con cierta frecuencia se modifique, de manera difícil de predecir, la relación entre dichos agregados y el curso de los precios. Sin embargo, se dispone de estimaciones según las cuales en México existe una relación razonablemente estable entre la demanda de dinero y las variables que

1

Cuando se haga referencia al crédito del banco central habrá de entenderse que se alude al llamado crédito interno neto, o sea el financiamiento que el banco central proporciona a residentes en el país menos los pasivos que tiene a favor de éstos, por ejemplo, depósitos del Gobierno Federal o de los bancos. El crédito externo es sinónimo de reserva internacional y se califica como externo por implicar financiamiento a no residentes.

la explican. Esa relación puede aprovecharse para llevar a cabo la programación monetaria.

Por otra parte, la etapa del proceso de estabilización en que se encuentra el país hace conveniente que el Banco de México establezca como parte total de su programa monetario un límite al crecimiento anual de su crédito. Esta fórmula coadyuva a que los agentes económicos puedan dar seguimiento a la ejecución de la política monetaria del banco central, elemento clave para que sus expectativas inflacionarias vayan convergiendo a las proyecciones de precios que las autoridades hayan establecido como objetivo y, a la postre, para que se logre el abatimiento de la inflación.

Con el propósito de facilitar la comprensión del programa monetario para 1996, es pertinente repasar el correspondiente a 1995.

II. POLITICA MONETARIA CORRESPONDIENTE AL EJERCICIO COMPRENDIDO DEL 1º DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 1995

II.1. Descripción del Programa Monetario para 1995

Durante 1995 el Banco de México ha llevado a cabo sus acciones de política monetaria conforme a los lineamientos siguientes:

- a) Se hace un ajuste diario de la oferta de dinero primario con objeto de que ésta atienda la demanda esperada de base monetaria.²

²

Dinero primario y base monetaria son sinónimos.

- b) El ajuste diario de la oferta de base monetaria se efectúa por lo general mediante variaciones del crédito interno neto del Banco de México, cuyo límite se fijó en enero de 1995 en 10,000 millones de nuevos pesos. Al momento de su ratificación en marzo pasado,³ este límite era compatible con las previsiones del Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (PARAUSEE) respecto de la actividad económica y de la inflación de 1995, y en principio era suficiente para que a través del crédito primario se pudiese satisfacer el aumento anual de la demanda de base.
- c) El manejo del crédito del banco central dentro del límite mencionado en el inciso anterior requiere de una observación muy cuidadosa del comportamiento de varios indicadores, entre los cuales destacan los siguientes:
- La evolución de la base monetaria en relación con su trayectoria deseable.
 - Las divergencias entre la inflación observada y la pronosticada.
 - La evolución del tipo de cambio.

³ El límite de 10,000 millones de nuevos pesos se anunció el 30 de enero de 1995, en ocasión de la publicación de la "Exposición sobre la Política Monetaria" correspondiente al ejercicio de 1995. En ese entonces, dicho límite era compatible con los pronósticos previstos en el AUSEE sobre el crecimiento económico y la inflación para el año de 1.5 y 19 por ciento respectivamente. El citado límite fue ratificado en marzo pasado, no obstante que para esas fechas las proyecciones de inflación y de evolución del PIB ya eran otras. La ratificación del límite obedeció a la estimación de que el proceso inflacionario más agudo que se estaba previendo implicaría una más elevada velocidad de circulación del dinero primario, haciendo innecesario que el monto de éste aumentara más de lo originalmente programado.

- Los resultados de encuestas sobre las expectativas inflacionarias del público y de los especialistas en la materia.
- La trayectoria de otros factores, tales como las revisiones de los contratos colectivos de trabajo.

A la luz de una cuidadosa y continua evaluación de la incidencia de cada uno de estos indicadores sobre la marcha del nivel general de los precios, el Banco de México modifica, en su caso, el monto o las condiciones de suministro de su crédito interno neto.

Con el propósito de poder manejar su crédito con mayor precisión, en marzo pasado este Instituto Central decidió adoptar un esquema de encaje, llamado de encaje promedio cero. Según dicho esquema, los saldos deudores que aparezcan al cierre de cada jornada en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco de México, deben ser compensados, dentro de períodos de 28 días, mediante la constitución en otros días de saldos acreedores en esas mismas cuentas, de por lo menos igual monto. El incumplimiento de esta norma, implica una penalización para el banco infractor, que se calcula con base en el monto del faltante acumulado y en una tasa de interés equivalente a dos veces la tasa vigente de Cetes a 28 días.

El esquema anterior facilita la conducción de la política monetaria. Así, por ejemplo, si en determinadas circunstancias conviene restringir la oferta de base, el Banco de México induce sobregiros en las cuentas corrientes que lleva a la banca.⁴ Para compensar estos sobregiros y evitar, así, la penalización correspondiente, las instituciones de crédito procuran generar

excedentes de efectivo para depositarlos en el banco central. Al efecto, los bancos deben contraer el crédito que otorgan o atraer nuevos depósitos.

La adopción del esquema de encaje promedio cero ha posibilitado pasar de una política monetaria que actuaba en lo fundamental a través de la influencia directa del Instituto Central en la determinación de las tasas de interés, a una política orientada a la observancia de objetivos monetarios cuantitativos. Al operar el Instituto Central de esta manera, las variaciones de las tasas de interés devienen en una resultante.

Para los efectos del límite al crecimiento del crédito interno neto en 1995, éste se definió como la diferencia entre la base monetaria y la reserva internacional del Banco de México. La base monetaria, a su vez, se define como la suma de billetes y monedas en circulación más el saldo neto de las cuentas corrientes que el Banco de México lleva a las instituciones de crédito. La reserva internacional se determina conforme a los artículos 19 y 20 de la Ley que rige a la Institución, donde se establece que los pasivos de ésta, derivados de créditos con propósitos de regulación cambiaria, no se restan de los activos internacionales para determinar dicha reserva. A lo largo de 1995, este Instituto Central ha informado semanalmente sobre la evolución del crédito interno neto, de la base monetaria y de la reserva internacional. Además, los participantes en los mercados financieros y los analistas han contado con información diaria sobre el monto de la base monetaria y de las operaciones de inyección y extracción de liquidez que efectúa el Banco de México.

4

Estos sobregiros pueden ser fácilmente inducidos si el Banco de México no otorga nuevos financiamientos que repongan en su totalidad los importes de los vencimientos, que ocurren casi a diario, de los créditos que previamente

II.2. Evaluación del Programa Monetario para 1995

La experiencia mexicana, así como la de otros muchos países, confirma que la política monetaria hace su mejor contribución al crecimiento económico y al empleo cuando se orienta a lograr la estabilidad del nivel general de precios. En congruencia con lo anterior, el objetivo primordial del programa monetario para 1995 ha sido el de coadyuvar a la consecución de la meta inflacionaria establecida en el PARAUSEE, de 42 por ciento para todo el año.

Es pertinente reiterar que un banco central, aun contando con la facultad de manejar su propio crédito, no puede controlar directamente la evolución del nivel general de los precios. Su influencia sobre esta variable se da a través del efecto que sus acciones ejercen sobre la demanda agregada. Además, existe una amplia gama de factores ajenos a las decisiones de cualquier banco central, que inciden sobre la evolución de los precios. Entre dichos factores, son de señalar los ajustes de los precios y tarifas públicas, las variaciones de los impuestos indirectos, como el aplicable al valor agregado y los concernientes al comercio exterior, las fluctuaciones de los precios internacionales de las materias primas y la inflación externa. Toda vez que la adopción de una política monetaria adecuada a cada coyuntura es elemento necesario, mas no suficiente, para lograr la estabilidad de precios, al evaluar dicha política a la luz del objetivo inflacionario planteado resulta conveniente analizar el entorno en que ésta se desarrolló.

Se espera que la inflación de 1995 sea aproximadamente 52 por ciento. Los principales elementos que explican la desviación de la inflación anual con

ha otorgado a los bancos comerciales.

respecto de la proyección del PARAUSEE, de 42 por ciento, son los siguientes:

- a) El tipo de cambio promedio de enero a noviembre de 1995, 6.31 nuevos pesos por dólar, ha resultado superior al previsto, de 6 nuevos pesos por dólar.

- b) La tasa de inflación mensual de diciembre será mayor que la originalmente estimada, debido a que parte de las medidas que conforman el programa económico para 1996 y que inciden sobre la tasa inflacionaria, entrarán en vigor en dicho mes. Las medidas aludidas son el incremento al salario mínimo de 10 por ciento, así como un ajuste de 7 por ciento en algunos precios y tarifas del sector público.

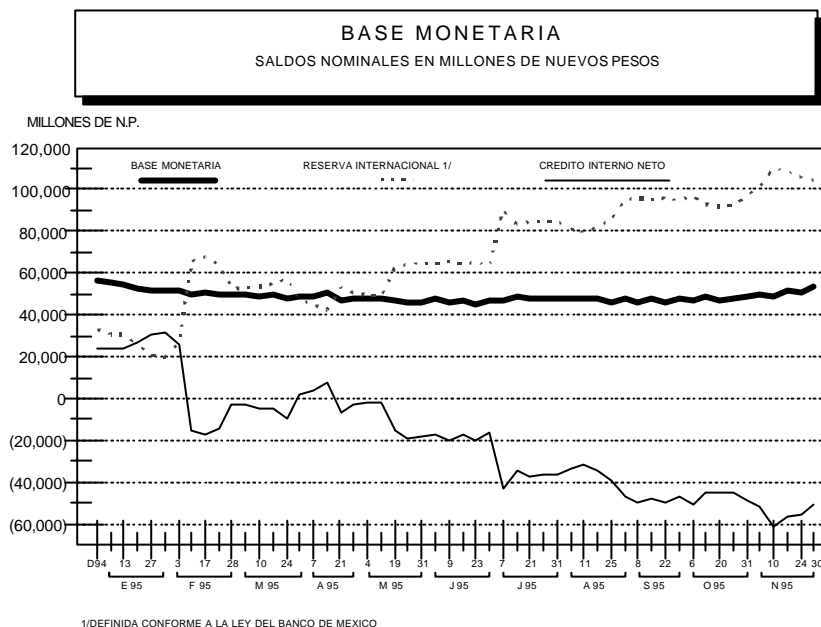
- c) Durante octubre y la primera mitad de noviembre el peso mexicano se depreció en forma sustancial por factores especulativos ajenos a la situación fundamental de la economía. No obstante que se ha revertido parcialmente este movimiento cambiario, ha incidido sobre la tasa de inflación correspondiente a noviembre y la previsible para diciembre. Cabe mencionar que en su momento el instituto central llevó a cabo varias acciones encaminadas a contener y revertir la referida depreciación de la moneda nacional.

Es razonable estimar que una vez absorbido el impacto inflacionario de las medidas descritas en el inciso c), la inflación mensual regrese a la trayectoria decreciente que mostró durante el período mayo-septiembre del año en curso.

El hecho de que la inflación observada en el año haya sido menor a la mitad de la depreciación de la moneda nacional ocurrida desde diciembre pasado, permite inferir que la política monetaria adoptada durante 1995 ha contribuido a contener las presiones inflacionarias a las que ha estado sujeta la economía mexicana.

El programa de política monetaria para 1995 también puede ser evaluado a la luz del cumplimiento del límite establecido para el crédito interno neto. El monto de éste se ha reducido sustancialmente desde principios del año y, en particular, a partir de mayo (ver gráfica 1). Durante el período enero-noviembre, el crédito del Banco de México se redujo en 74,580 millones de nuevos pesos, (m.n.p.) al pasar su saldo de 24,196 m.n.p. al 31 de diciembre de 1994, a (-)50,384 m.n.p. al 30 de noviembre del año en curso. Cabe recordar que cuando se acordó el límite al crecimiento para ese agregado y se fijó en 10,000 m.n.p., México aún no contaba con apoyos externos, y recién se había establecido un régimen cambiario de flotación. En consecuencia, en ese entonces no era posible anticipar una acumulación importante de reservas internacionales a lo largo de 1995. El límite fijado al crédito del banco central correspondía a la posibilidad de que no se acumularan reservas.

GRAFICA 1



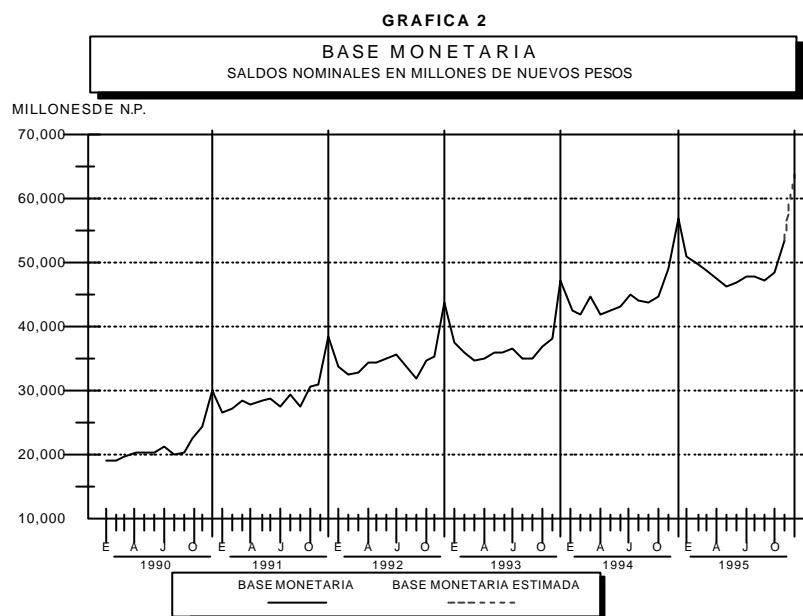
La posterior disponibilidad de apoyos externos y la resultante acumulación de reservas que ello hizo posible, determinó por sí sólo una disminución del crédito interno neto de 71,275 m.n.p. hasta el 30 de noviembre. Esta disminución resultó acentuada por la caída de la base monetaria que, hasta la fecha indicada, fue de 3,305 m.n.p.

Al respecto, cabe recordar que dicho crédito fue definido como la diferencia entre el monto de la base monetaria y el de la reserva internacional. Por tanto, para poder explicar el comportamiento del crédito interno neto es indispensable analizar la evolución tanto de la base monetaria como de las reservas internacionales.

- 1) Como ya se dijo, en el período enero-noviembre, la base monetaria, integrada casi en su totalidad por billetes y monedas en circulación,

se redujo en 3,305 m.n.p. La caída en el renglón de billetes y monedas en circulación por 3,290 m.n.p. en el mismo lapso respondió, a su vez, a lo siguiente:

- 1.1) La demanda de billetes y monedas muestra una estacionalidad muy marcada. Año tras año, el saldo nominal de los billetes y monedas en circulación se contrae durante los primeros meses y después permanece relativamente estable hasta noviembre (ver gráfica 2). En el último bimestre de cada año tiene lugar una gran expansión de la demanda de esos medios de pago, principalmente por el pago de aguinaldos y bonos de fin de año y por la concentración en esa época de una proporción muy elevada de los gastos de las familias y de las empresas. La fuerte demanda de billetes y monedas que se registra hacia finales de todos los años se revierte, cuando menos parcialmente, a partir del mes de enero del ejercicio siguiente. Para deshacerse entonces del exceso de billetes y monedas, el público lo deposita en los bancos y éstos, a su vez, los entregan al banco central.



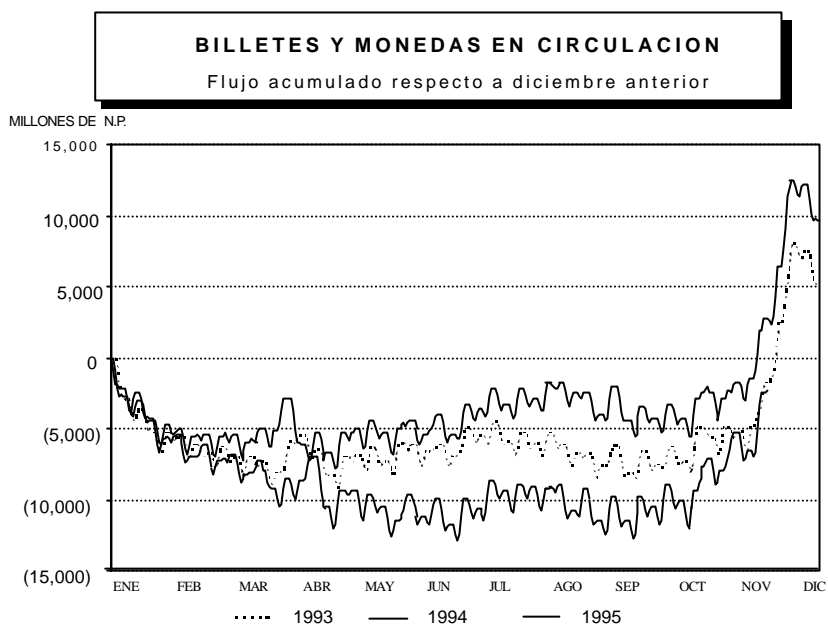
Ahora bien, si por factores estacionales disminuye la demanda por base, el Banco de México debe contraer su crédito interno neto. De otra manera, la referida contracción de la demanda daría lugar a un exceso de oferta de dinero que se traduciría en presión cambiaria y, ulteriormente, inflacionaria. Es pertinente subrayar que la referida contracción del crédito primario no está dirigida a crear una estrechez monetaria. Mediante esa acción, sólo se procura el equilibrio del mercado de dinero, sin afectar el nivel de las tasas de interés.

- 1.2) La caída del saldo de los billetes y monedas en circulación en el período enero-noviembre de 1995 ha sido mayor y más prolongada que las observadas en los años anteriores durante iguales lapsos (ver gráfica 3). Esto en razón de que en 1995 han influido fenómenos distintos de la estacionalidad, que han dado lugar a una menor

demanda de billetes y monedas. Desde luego, se advierten una débil actividad económica y el gran aumento de las tasas de interés causado por la inflación y la incertidumbre. Sin embargo, la disminución de la demanda de billetes y monedas observada en 1995 ha sido mayor a la que se puede explicar por la evolución de estas dos variables.

- 1.3) Otros dos factores explican la sustancial reducción mostrada por la demanda de billetes y monedas en el período enero-noviembre: la caída de los salarios reales y el aumento del desempleo. Un concepto que muestra la suma de ambos fenómenos es la evolución de la masa salarial. En septiembre de 1995, la masa salarial correspondiente a la industria manufacturera cayó 21.8 por ciento en términos reales con respecto al nivel del mismo mes del año anterior. Dado que los asalariados demandan proporcionalmente mayor cantidad de billetes y monedas que otros agentes económicos, la reducción de la masa salarial que ha tenido lugar en 1995 se ha convertido en relevante para entender la trayectoria de la base monetaria.

GRAFICA 3



- 2) En la gráfica 1, puede observarse que en 1995 el crédito interno neto ha caído en mucha mayor proporción que la propia base. Esa diferencia se explica por el comportamiento del otro factor determinante del crédito interno neto: las variaciones de la reserva internacional del Banco de México. Como es del conocimiento público, ésta pasó de 6,148 millones de dólares (m.d.) al cierre de 1994 a 13,594 m.d. al 30 de noviembre de 1995, con una acumulación de 7,446 m.d. Esta última cantidad y el aumento del tipo de cambio del 31 de diciembre de 1994 al 30 de noviembre de 1995 determinan una reducción de 71,275 m.n.p. en el monto del crédito interno neto.

Como se desprende de lo recién señalado, la valuación en moneda nacional de la reserva internacional puede dar lugar a modificaciones meramente contables del crédito interno neto. En efecto, el crédito

interno neto se estima en atención al monto de la base monetaria y de la reserva internacional, traducida ésta a nuevos pesos al tipo de cambio del día de que se trate. Así, la depreciación del tipo de cambio determina por sí misma una disminución del crédito interno.

Es muy importante advertir que las reducciones del crédito interno neto resultantes de la acumulación de reservas internacionales, a su vez provenientes de la recepción de crédito externo por el instituto emisor o de su valuación, no implican el retiro de recursos financieros de la economía por parte del Banco de México. Esta consideración apunta a la conveniencia de adoptar para 1996 una nueva definición de crédito interno.

Para lo que resta de 1995, es previsible un aumento sustancial de la base monetaria. El citado incremento tendrá su origen en la mayor demanda estacional de billetes y monedas que, como ya fue explicado, siempre se observa en el último bimestre de cada año. La acción crediticia del banco central se limitará a satisfacer la mayor demanda de base, por lo que de ninguna manera deberá interpretarse como un relajamiento de la política monetaria.

Para el cierre de diciembre se prevé un saldo de base monetaria de alrededor de 63,000 m.n.p., lo que representa un aumento de 9,370 m.n.p. en diciembre y de 6,065 m.n.p. para todo el año. Este último incremento corresponde a una tasa de crecimiento anual de tan sólo 10.7 por ciento, tasa muy inferior a la que resulta de combinar la tasa de inflación y la caída del PIB real en el año. Lo anterior significa que durante 1995 se ha dado una importante elevación de la velocidad de circulación del dinero. Este fenómeno

es típico de los tiempos en que se da un aumento de la inflación, como los transcurridos en México durante 1995. La mayor inflación erosiona con rapidez el poder adquisitivo del circulante y por lo tanto aumenta el costo de mantener billetes y monedas. De manera simétrica, es de esperarse que al descender la inflación se registre una disminución de la velocidad de circulación del dinero, lo que se reflejará en un aumento porcentual de la base monetaria mayor a la tasa de inflación.

II.3. Comentarios Adicionales

Es bien sabido que los deudores y los intermediarios financieros atraviesan por una situación difícil. Por ello, durante 1995 las autoridades han tenido que apoyar económicamente a los deudores y a los intermediarios financieros. En el período enero-noviembre el Banco de México otorgó créditos a FOBAPROA por 28,379 m.n.p. y a FAMEVAL por 1,626 m.n.p. Pero el instituto emisor evitó que los apoyos referidos se tradujeran en expansión monetaria, reduciendo por montos iguales sus créditos a los intermediarios financieros.

Un comentario final respecto al ejercicio de 1995. A partir de la segunda quincena de septiembre y hasta la primera de noviembre, el tipo de cambio se depreció aceleradamente hasta llegar a 8.30 nuevos pesos por dólar, en forma no compatible con la situación fundamental de la economía. A la luz de estas circunstancias, la Comisión de Cambios⁵ resolvió que el instituto central interviniera en el mercado de divisas, lo cual hizo en dos jornadas, 9 y

14 de noviembre, utilizando para ello un reducido monto de reservas (300 m.d. en total). El resultado de las citadas intervenciones fue positivo, pues éstas contribuyeron a reordenar el mercado de cambios.

La efectividad de las intervenciones del Banco de México en el mercado cambiario es explicable, en parte, porque fueron acompañadas de acciones complementarias en materia fiscal y monetaria. Por un lado, el Presupuesto de Egresos de la Federación y la Ley de Ingresos para el año 1996 ponen especial énfasis en el mantenimiento de la solidez de las finanzas públicas. Por otro lado, el Banco de México, en el período en que efectuó sus intervenciones, propició la elevación de las tasas de interés.

III. PROGRAMA DE POLITICA MONETARIA PARA EL CICLO COMPRENDIDO DEL 1° DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 1996

III.1. Objetivo del Programa Monetario

El objetivo primordial del programa monetario para 1996 es abatir la inflación, de un nivel de aproximadamente 52 por ciento en 1995 a 20.5 por ciento.⁶ Una política monetaria orientada a lograr dicho objetivo, en combinación con las medidas previstas en la Alianza para la Recuperación Económica (ARE) y en el documento del Ejecutivo Federal denominado Criterios Generales de Política Económica, harán posible un crecimiento real del PIB en 1996 de cuando menos 3.0 por ciento.

⁵ La Comisión de Cambios, prevista en el artículo 21 de la Ley del Banco de México, está integrada por el Secretario y dos Subsecretarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y por el gobernador y dos subgobernadores del Banco de México. Esta Comisión tiene la facultad de determinar la política cambiaria.

Con frecuencia se afirma que la política monetaria se debería concentrar, durante los próximos meses, en estimular el crecimiento económico, relegando a un segundo término la lucha contra la inflación. Esta tesis merece un análisis cuidadoso. Al respecto, es pertinente mencionar que en ningún país se ha encontrado una relación positiva y estable, que se pueda aprovechar regularmente, entre la tasa de crecimiento de la oferta de dinero y la del PIB real. En países como México, con un largo historial inflacionario, ni siquiera en el corto plazo es válida dicha relación. Durante las décadas recientes, la población ha aprendido que una política monetaria expansiva implica un crecimiento muy rápido de los precios. Cuando se pone en práctica una política de esas características, las expectativas inflacionarias son ajustadas de inmediato al alza y ello redundará en aumentos sustanciales de las tasas de interés, tanto nominales como reales. Así, muy pronto se revierte, incluso de manera desproporcionada, la posible disminución de dichas tasas de interés que pudiera haber sido inducida por la expansión monetaria. El ajuste alcista de las tasas de interés nulifica cualquier repercusión positiva que la mayor oferta monetaria hubiera podido producir sobre el gasto privado y el ingreso. Más aún, la adopción de una política monetaria expansiva da lugar, de inmediato, no sólo a inflación más elevada, sino también a fugas de capital y a la depreciación del tipo de cambio nominal, así como a un impacto negativo sobre la tasa de crecimiento del PIB en términos reales.

Por el contrario, la perseverancia en la aplicación de políticas de estabilización a la postre infunde confianza en el público de que la inflación será controlada. La confianza en el abatimiento de la inflación es la única fuerza

⁶ Estos porcentajes reflejan la elevación del nivel general de los precios en diciembre del año de que se trate respecto del mismo mes del año inmediato anterior.

capaz de reducir de manera permanente las tasas de interés reales y nominales, al eliminar, o al menos disminuir, la prima que se incorpora a las mismas por el riesgo de alzas inesperadas en el nivel general de precios. Por esta razón, entre otras, es que la estabilidad -y no la inflación- crea un clima propicio para el crecimiento económico rápido y sostenible.

III.2. Lineamientos Generales de Política Monetaria para 1996

Para que la política monetaria sea exitosa en la consecución de su propósito primario de procurar la estabilidad de los precios, es indispensable que propicie la convergencia de las expectativas inflacionarias del público con el objetivo de abatimiento de la inflación adoptado por las autoridades. Para que esto suceda, es necesario, entre otros factores, que el público pueda evaluar la congruencia de la política monetaria con el citado objetivo de inflación. Con el fin de facilitar la evaluación referida, el Banco de México ha decidido establecer de nuevo un límite al crecimiento de su crédito interno neto.

A fin de que el público cuente con indicadores que reflejen de manera adecuada las acciones crediticias del banco central, el programa monetario para el próximo año se sustentará en una definición del crédito interno neto diferente de la utilizada en 1995, la cual, como ya se explicó anteriormente, no refleja en todos los casos la postura de la política monetaria. Para un fácil seguimiento de la ejecución de dicha política, es deseable adoptar la definición más generalmente utilizada por analistas nacionales e internacionales. En consideración de lo anterior, la Junta de Gobierno del Banco de México ha dispuesto que para 1996, el concepto “variación del crédito interno neto” se defina como la variación de la base monetaria menos la variación de los activos

internacionales netos. Por estos últimos se entenderá el resultado de restar, a los activos internacionales brutos, los pasivos del Banco de México a favor del Fondo Monetario Internacional (FMI). Las variaciones de los activos internacionales netos se traducirán a moneda nacional usando el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación.

Si bien esta definición de crédito interno neto es la más empleada en el ámbito internacional, no es perfecta. Sería deseable incluir en el concepto de activos internacionales netos no sólo los pasivos a favor del FMI, sino otros pasivos externos del banco central. De no adoptarse este último criterio, la recepción o pago de los pasivos mencionados en segundo término da lugar a modificaciones en el monto del crédito interno sin haber mediado acción crediticia alguna por parte del banco central en los mercados financieros del país. El problema contable en cuestión se presentará de hecho cuando el Banco de México pague los apoyos que ha recibido de las autoridades financieras de los Estados Unidos y del Banco de Canadá, en cuyo momento aparecerá un aumento del crédito interno. Hecha esta advertencia, el Banco de México estima que puede adoptarse la definición más ampliamente utilizada.

De acuerdo con esta definición, el monto del crédito interno no se verá afectado cuando el Banco de México reciba o amortice financiamientos del FMI. Ello, en razón de que los activos internacionales netos no variarán al modificarse, por una misma cantidad, tanto los activos como los pasivos en moneda extranjera del Banco de México. Los activos internacionales netos sólo variarán como resultado de las transacciones cambiarias que el Banco de México habitualmente lleva a cabo con el sector público (Gobierno Federal y Pemex principalmente) y de las intervenciones que el Instituto Central llegue a efectuar en el mercado cambiario.

Una vez hechos los señalamientos anteriores, a continuación se dan a conocer los lineamientos generales de la política monetaria para 1996. A saber:

- a) Ajuste diario de la oferta de dinero primario con objeto de que ésta corresponda a la demanda esperada de base monetaria.
- b) El ajuste diario de la oferta de dinero primario se efectuará por lo general mediante variaciones del crédito interno neto, el cual no deberá aumentar en el año en más de 15,000 millones de nuevos pesos. Este límite implica que, en virtud del incremento del crédito interno neto, la base monetaria puede aumentar 23.8 por ciento con respecto a su saldo esperado al cierre de 1995. Este porcentaje es muy similar al resultante de combinar la tasa de crecimiento anticipada del PIB real, de 3.0 por ciento, con la inflación proyectada de 20.5 por ciento. Es importante señalar que el monto referido no representa una meta sino un valor máximo. Por lo tanto, la expansión del crédito interno será menor, si esto resulta conveniente a fin de propiciar una más rápida estabilización de los precios sin causar trastornos en otros aspectos de la economía.
- c) Para el manejo del crédito primario dentro del límite señalado en el inciso anterior, se considerará, entre otros, los indicadores siguientes:
 - La trayectoria de la base monetaria en relación con la evolución estimada de esa variable, la cual es en principio congruente con el objetivo inflacionario.

- La trayectoria del tipo de cambio.

- Las divergencias entre la inflación observada y el objetivo de inflación.

- Los resultados de encuestas sobre las expectativas inflacionarias del público y de los especialistas en la materia.

- La evolución de otros factores, tales como los precios al productor, las revisiones de contratos colectivos de trabajo, los resultados de la cuenta corriente y el saldo de la balanza de capitales.

Con base en la evaluación de los indicadores anteriores, el Banco de México contraerá o expandirá su crédito interno neto en los casos en que ello sea conveniente.

- d) El aumento de la demanda de base monetaria que exceda de 15,000 millones de nuevos pesos, límite fijado para el crédito interno neto, tendrá que ser satisfecho mediante incrementos de los activos internacionales netos.

- e) El Banco de México esterilizará el impacto monetario de los apoyos crediticios que otorgue a FOBAPROA y a FAMEVAL.

Conviene hacer algunos comentarios adicionales con respecto al límite establecido para el crecimiento del crédito interno neto para 1996.

De acuerdo con el programa económico para 1996, es de esperarse en el año un crecimiento del PIB real de por lo menos 3.0 por ciento, tasas de interés a la baja y una importante caída de la inflación anual. Todos estos factores estimulan la demanda de base monetaria. En especial, debido al previsible descenso de la inflación y de las tasas de interés, se puede pronosticar una disminución en la velocidad de circulación del dinero. Al respecto, cabe recordar que, al disminuir las tasas de inflación y de interés, el costo para los agentes económicos de mantener billetes y monedas habrá de reducirse. Ello significará un aumento relativo de la demanda de base, mayor al que podría derivarse sólo del aumento de los precios y del PIB real.

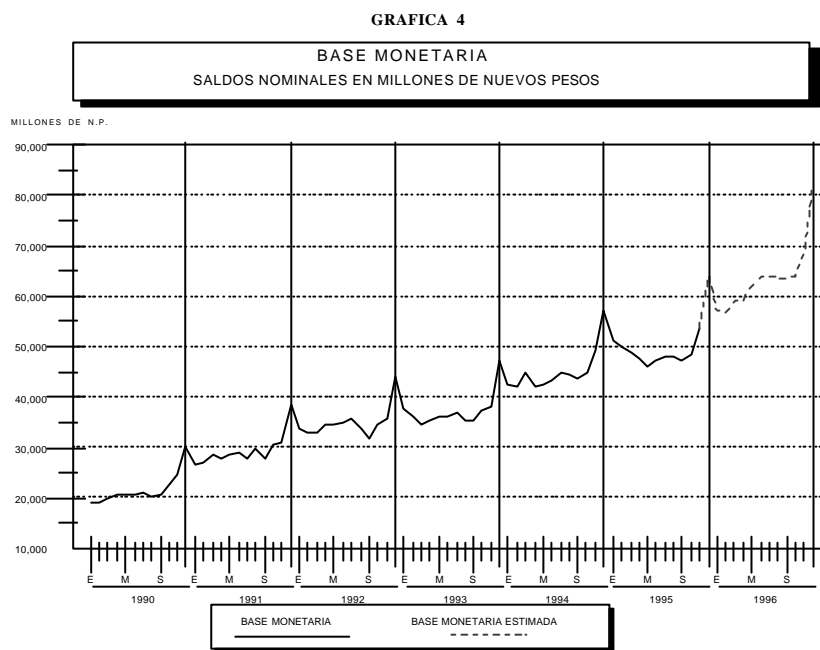
Con fundamento en los pronósticos de crecimiento económico, de tasas de interés, de inflación y de masa salarial para 1996, se anticipa un aumento de la base monetaria de 18,000 millones de nuevos pesos,⁷ 28.6 por ciento respecto de su monto esperado al cierre de 1995. La trayectoria pronosticada para la base en 1996 se muestra en la gráfica 4. El hecho de que la tasa de crecimiento esperada de la base (28.6 por ciento) sea superior a la resultante de combinar el crecimiento real del PIB con la inflación proyectada, implica una remonetización aproximada de 3.7 por ciento. Como se explicó con anterioridad, ello será reflejo del aumento en la demanda de dinero.

El Instituto Central puede atender la demanda de base mediante ajustes ya sea de su crédito interno neto o de sus activos internacionales netos. La oferta de base provendrá en mayor o menor proporción del citado crédito, en función de la variación de los activos internacionales netos. Dado el límite establecido al crédito interno, un crecimiento de la base monetaria por

⁷

El modelo que se utilizó para elaborar el citado pronóstico se publicará como parte de los Documentos de Investigación del Banco de México durante el primer trimestre de 1996.

encima de 15,000 m.n.p. se podrá dar sólo en la medida en que los citados activos aumenten.



Con respecto a la posible acumulación de activos internacionales netos en 1996, procede recordar que ésta resultará de las transacciones cambiarias que el Banco de México realiza de modo habitual con el sector público (Gobierno Federal, Pemex y la banca de desarrollo) y, en caso necesario, de compras de divisas del instituto emisor en el mercado de cambios. Si el Banco de México tuviera que adquirir divisas en el mercado, lo haría por montos relativamente pequeños en cada día en que efectuara estas operaciones. De esta manera no presionaría al tipo de cambio de manera indeseable, ni daría señales que pudieran interpretarse en forma errónea. En todo caso, dichas compras no habrán de ejercer presión significativa sobre el

tipo de cambio, pues para 1996 se anticipa un superávit de la balanza de capitales.

A fin de que los analistas cuenten con elementos para evaluar la ejecución de la política monetaria a lo largo del año, se ha estimado conveniente establecer límites trimestrales al crecimiento del crédito interno neto, que consideren la acusada estacionalidad de la demanda de billetes y monedas en circulación y las variaciones esperadas de los activos internacionales netos. A este respecto, cabe advertir que se prevé una caída de este último concepto durante el primer trimestre de 1996 no mayor a 500 m.d., como consecuencia de la amortización ya mencionada por 1,450 m.d. correspondientes a los apoyos recibidos por el Banco de México de las autoridades financieras de Estados Unidos y Canadá. Es de esperarse que los activos internacionales netos se vayan recuperando en los siguientes trimestres, hasta alcanzar un incremento acumulado en el año de 390 m.d. (equivalentes a 3,000 millones de nuevos pesos a un tipo de cambio de 7.70 nuevos pesos por dólar). Los límites trimestrales al crédito interno neto, se consignan en el cuadro 1 (en el cual se consideró un tipo de cambio promedio para el año de 7.70 nuevos pesos por dólar).

CUADRO 1
LIMITES TRIMESTRALES A LAS VARIACIONES
DEL CREDITO INTERNO NETO EN 1996

Flujos Efectivos Acumulados en Millones

TRIM	ACTIVOS INTERNACIONALES		BASE	CREDITO
	NETOS		MONETARIA	INTERNO NETO
	DOLARES	NUEVOS PESOS ^{*/}	NUEVOS PESOS	NUEVOS PESOS
	(1)	(2)	(3)	(3) - (2)
I	-500	-3,850	-5,000 ^{**/}	-1,150
II	-350	-2,695	-200 ^{**/}	2,495
III	-100	-770	-450 ^{**/}	320
IV	390	3,000	18,000	15,000

*/ Las variaciones de los activos internacionales netos se traducirán a moneda nacional usando el tipo de cambio que se aplique a las operaciones que las generen.

**/ Las cifras no reportan un pronóstico, sino una estimación de la caída mínima esperada de la base monetaria para las fechas señaladas.