



EXPOSICION SOBRE
LA POLITICA MONETARIA
PARA 1998

GOBERNADOR

GUILLERMO ORTIZ MARTINEZ

SUBGOBERNADORES

GUILLERMO GÜEMEZ GARCIA
JESUS MARCOS YACAMAN
JOSE JULIAN SIDAOUI DIB

En cumplimiento de lo dispuesto en el Artículo 51, fracción I, de la Ley del Banco de México, la Junta de Gobierno de esta institución envía al Ejecutivo Federal y a la Comisión Permanente del Congreso de la Unión, la presente exposición sobre la política monetaria correspondiente al ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 1998.

INDICE

| | Pág. |
|---|------|
| I. INTRODUCCION | 1 |
| II. EVALUACION DEL PROGRAMA MONETARIO PARA 1997 | 14 |
| III. PROGRAMA MONETARIO PARA 1998 | 28 |
| 1. Objetivo del Programa | 28 |
| 2. Algunas Consideraciones Preliminares..... | 28 |
| 3. Elementos de la Política Monetaria para 1998 | 32 |
| IV. CONSIDERACIONES FINALES..... | 46 |

I. INTRODUCCION.

La evolución de las principales variables macroeconómicas del país durante 1997 fue, en términos generales, favorable. Esto queda de manifiesto al considerar lo siguiente:

- a) El PIB y el empleo crecieron a ritmos acelerados; el primer concepto se estima que lo hizo a una tasa anual de 7.3 por ciento, mientras que en el sector formal de la economía se crearon más de 600 mil empleos.
- b) La inversión aumentó más aprisa que el PIB (a una tasa estimada de 20.3 por ciento), fenómeno favorable al ulterior desarrollo de la economía.
- c) Si bien el consumo mostró una recuperación significativa, su crecimiento (se estima de 5.4 por ciento anual) fue menor que el de la actividad económica, por lo que el ahorro interno ha ido en aumento.
- d) La inflación anual para 1997 (15.7 por ciento) quedó muy cerca del objetivo de 15 por ciento.
- e) Las expectativas inflacionarias del público se ajustaron a la baja, lo que permitió reducciones importantes en las tasas de interés nominales y reales.
- f) El crecimiento de las exportaciones (15 por ciento en el año) continuó siendo muy vigoroso y se espera que el déficit de la cuenta corriente resulte ligeramente superior a la proyección contenida en el programa económico para el año.
- g) La composición de las entradas de capital fue satisfactoria, al prevalecer la inversión extranjera directa y el endeudamiento externo privado a mediano y largo plazos sobre la inversión de cartera de corto plazo.

- h) La acumulación de activos internacionales (13,511 millones de dólares) por parte del Banco de México fue mucho mayor a la anticipada (2,500 millones de dólares).
- i) Por último, pero no por ello menos importante, las finanzas públicas mostraron una gran disciplina.

Todos estos elementos, aunados a un entorno internacional favorable para México, redundaron en una considerable estabilidad del mercado cambiario.

De lo anterior se puede apreciar que la fortaleza de la economía mexicana no es meramente coyuntural, sino que se han logrado importantes avances en los aspectos fundamentales de la misma. Destaca el fortalecimiento del ahorro y de la inversión, lo que augura un mayor impulso futuro al crecimiento económico, al empleo, a la productividad laboral y al salario real. La reducción sostenida de la inflación, las expectativas inflacionarias y las tasas de interés no sólo apoyan el proceso de inversión, sino que también han facilitado la corrección del grado de sobreendeudamiento que aquejaba a las familias y a las empresas, lo que a su vez les ha dado una mayor capacidad de gasto.

Por otro lado, pese a que el déficit de la cuenta corriente en 1997 fue mayor que en 1996, éste se financió fácilmente con inversión extranjera directa, cuyo monto se estima 5,000 m.d. por arriba del citado déficit. Además, las entradas de capital de largo plazo y las canalizadas a la bolsa permitieron una acumulación importante de activos internacionales, lo que fortaleció nuestra capacidad de pagos externos. En los últimos meses, lo anterior ha coincidido con una pequeña reducción de la inversión de residentes en el exterior en instrumentos de deuda en moneda nacional, lo que ha hecho que a la fecha el acervo de ese tipo de inversiones en el país apenas supere los 2,000 millones de dólares, saldo muy reducido si se le compara con uno de más de 30,000 millones de dólares al cierre de 1994. El régimen de flotación del tipo de cambio ha coadyuvado a limitar el atractivo de ese tipo de inversiones en el país, lo que contribuye a darle una mayor estabilidad a nuestra balanza de pagos.

El marco macroeconómico recién descrito, el cual ya era identificable al inicio del cuarto trimestre de 1997, permitía en ese entonces esperar un entorno promisorio en el ámbito económico para 1998, caracterizado por un crecimiento del PIB acelerado, superior al 5 por ciento, una inflación a la baja y una balanza de pagos superavitaria (lo que se reflejaría en una acumulación de activos internacionales netos). Este escenario se apoyaba también en la expectativa de un entorno externo favorable, en particular en lo referente a la tasa de crecimiento económico de nuestro principal socio comercial -- Estados Unidos-- y un grado razonable de liquidez y estabilidad en los mercados financieros internacionales.

Sin embargo, el entorno internacional ha cambiado sustancialmente en los últimos meses de manera sorpresiva. La crisis financiera de Tailandia, que inició en julio de 1997, se extendió a una velocidad inusitada a otros países de Asia, habiendo contagiado hacia el final del año a Indonesia, Filipinas, Malasia, Singapur, Taiwán, Hong Kong y a Corea. Esta situación ha impactado también de manera significativa a Japón y a Brasil. Como evidencia de que hace poco no se esperaba una crisis asiática tan virulenta, es pertinente mirar a la evolución que ha tenido en los últimos tres meses el pronóstico del Fondo Monetario Internacional sobre el crecimiento económico en 1998 del grupo de países que ha entrado en crisis. En octubre de 1997, el citado organismo financiero internacional anticipaba un crecimiento económico de 5.8 por ciento en el grupo de países señalados; tres meses después, anticipa un crecimiento de sólo 2.8 por ciento. Analistas privados anticipan un crecimiento aún menor en la región.

El colapso de las economías asiáticas se puede explicar, de manera abreviada, como sigue: por un periodo relativamente largo (de finales de los ochenta a inicios de 1997) las citadas economías atrajeron cantidades masivas de capitales de corto plazo, una buena parte de las cuales fue captada por el sistema financiero. Una porción sustancial de dichos recursos fue canalizada por las instituciones financieras de la región a proyectos de inversión sumamente riesgosos, principalmente en el sector de los bienes raíces. Los precios de dichos activos comenzaron a aumentar desproporcionadamente, atrayendo más inversiones al sector respaldadas con recursos de los sistemas financieros nacionales. La burbuja en precios llegó a niveles exagerados, por lo que a la postre hubo una corrección del mercado, desinflándose dicha burbuja. Esto causó que se

generara una gran disparidad entre el valor de los créditos y el de las garantías (pues el precio de las propiedades cayeron), lo que se empezó a reflejar en aumentos sustanciales en la cartera vencida y en una creciente debilidad del sistema financiero. Las citadas economías tenían también como característica saliente regímenes de tipo de cambio predeterminado, los cuales son muy difíciles de sostener, en caso de que se vean presionados, si existe un sistema financiero débil (recordar el caso de México a finales de 1994). Esto debido a que en esas circunstancias los aumentos requeridos en las tasas de interés para defender la paridad difícilmente se pueden dar, pues generarían una crisis en el sistema financiero. Lamentablemente los mercados cambiarios de la región se vieron fuertemente presionados a mediados de 1997, sobre todo debido a perturbaciones en términos de intercambio. Ante las dificultades que los países enfrentaron para defender a sus tipos de cambio, dada la debilidad de sus sistemas financieros, la especulación en contra de sus divisas se recrudeció, haciendo inevitable el colapso de sus esquemas cambiarios. Esto último, paradójicamente, condujo al sistema financiero a una crisis todavía más profunda.

La crisis asiática puede llegar a afectar a la economía mexicana por dos vías fundamentales: primero, a través de la balanza comercial. La crisis de Asia ha significado una apreciación real sustancial de la moneda nacional con respecto a las divisas de países de dicho continente con los que competimos en el mercado de Estados Unidos, lo que dificultará el crecimiento de algunas de nuestras exportaciones a ese país y podría estimular nuestras importaciones. En adición, se estima que la crisis asiática reducirá de manera significativa el crecimiento de las economías industrializadas, incluyendo a la de Estados Unidos, lo que disminuirá el crecimiento de la demanda de nuestros productos en el exterior. La otra vía por la cual la crisis asiática puede llegar a tener un efecto sobre la economía nacional es a través de su impacto sobre los flujos de capitales hacia el país. Existen factores que pudieran estimular la entrada de capitales al país (la relativa fortaleza de la economía mexicana) así como algunos que los desincentivarían (si se diera una deflación de activos en el mundo y la exportación de capitales por parte de países industrializados se reduce sustancialmente). De ahí que resulte prematuro para poder hacer un juicio atinado al respecto, pero en todo caso lo prudente sería suponer que durante 1998 habrá mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y que el acceso del país a recursos del exterior no será tan

fácil como en 1997. Así pues, dependiendo de la profundidad y duración de la crisis asiática, podrían materializarse un menor crecimiento económico, un mayor déficit en la cuenta corriente y presiones inflacionarias adicionales.

Este entorno, si bien es diferente con respecto al considerado al momento de elaborarse el documento del Ejecutivo Federal de Criterios Generales de Política Económica para 1998, no invalida el marco macroeconómico ahí provisto. Pero esto no obsta que, dado que existe la posibilidad de un ámbito internacional más volátil y difícil que el originalmente anticipado, sea deseable que las políticas económicas a adoptarse durante el año sean flexibles, se procure una mayor coordinación entre ellas y se redoblen los esfuerzos para continuar fortaleciendo a la economía nacional. De esta forma se estará en mejores condiciones para absorber al menor costo posible las perturbaciones que se llegaran a enfrentar.

Es pertinente resaltar que los eventos desestabilizadores ocurridos durante los últimos meses en los mercados financieros internacionales causados por la crisis en varias economías asiáticas, junto con la caída en el precio internacional del petróleo, han tenido hasta la fecha efectos limitados sobre la economía nacional. Esto se debe a que las perturbaciones han ocurrido en el momento en que la economía mexicana se encuentra fundamentalmente sana y a que se han hecho ajustes oportunos a la política económica. Esto último se demostró el pasado 14 de enero cuando se decretó un ajuste en el gasto público por el equivalente de 0.4 por ciento del PIB, para compensar el efecto sobre los ingresos públicos de la caída del precio del crudo de exportación. No obstante lo anterior, la gran volatilidad externa a la que se enfrenta nuestra economía puede afectar el comportamiento de las principales variables macroeconómicas y generar desequilibrios cuya corrección podría requerir la adopción de medidas adicionales.

A la luz de lo anterior, el programa monetario del Banco de México para 1998 contempla la posibilidad de que la política monetaria se tenga que aplicar en un ambiente internacional sumamente volátil. Por esta razón, el programa prevé el uso de reglas específicas para evitar la creación de excesos de oferta de dinero y, lo que es más importante en la coyuntura actual, la posibilidad de ajustar la postura de la política monetaria a través de acciones discrecionales del banco central (el uso de "largos" y

“cortos”) en previsión a los posibles efectos de perturbaciones desestabilizadoras que pudieran afectar al país. La inclusión de este último elemento en el programa monetario se explica porque, salvo por contadas excepciones, las políticas monetarias sustentadas exclusivamente en reglas de aplicación automática no parecen haber sido suficientes para contener turbulencias financieras que aparecen de tiempo en tiempo y que entorpecen los procesos de estabilización o ponen en riesgo la estabilidad ya alcanzada. De esta manera, el programa monetario cuenta con un elemento de flexibilidad que le permite a la autoridad monetaria reaccionar ante situaciones inesperadas y contar así con mayores probabilidades de alcanzar un abatimiento sostenible de la tasa de inflación.

Para que la reducción de la inflación se logre y sea sostenible, en particular en circunstancias de gran incertidumbre en la economía mundial, las acciones de política monetaria deben contar con el apoyo de otros elementos de la política económica, como el fiscal, el salarial, el comercial y de cambio estructural. De no existir la coordinación entre los diferentes aspectos de la política económica, las acciones de la autoridad monetaria podrían llegar a generar trastornos innecesarios en la actividad económica. De hecho, existen casos en que es más fácil absorber los impactos de ciertas perturbaciones mediante ajustes en algunas políticas económicas diferentes a la monetaria.

El Banco de México no es el único instituto emisor que tiene asignado el abatimiento de la inflación como su mandato prioritario. Durante los últimos años, los bancos centrales de muchos otros países han sido declarados autónomos en el desempeño de sus funciones, habiéndoseles ordenado una misión equivalente a la del Banco de México. Esta convergencia de opiniones respecto a cual debe ser la tarea prioritaria de un instituto emisor moderno, no es producto de la casualidad. Es consecuencia de la noción, ampliamente validada por la experiencia de múltiples países, de que es mediante la aplicación de una política monetaria guiada a combatir la inflación como el instituto emisor puede contribuir de manera más efectiva al crecimiento económico, a la creación de empleos y a la recuperación del salario real -- en pocas palabras, al bienestar de la población.

El crecimiento económico depende, en lo fundamental, del monto de insumos disponibles, de la tecnología y de la eficiencia del régimen jurídico. En este contexto, debe recordarse que la inversión en capital físico y humano, así como la creación y aplicación de innovaciones tecnológicas, son influidas por el clima macroeconómico, en especial por el nivel de inflación y por las expectativas inflacionarias. Una inflación alta o creciente desalienta el ahorro y la inversión por su efecto pernicioso sobre las tasas de interés. Además, tasas de interés elevadas propiciadas por una inflación creciente afectan no sólo la inversión en nuevos proyectos, sino también la capacidad de gasto de las familias y de las empresas que se encuentran endeudadas.

Ahora bien, la única fórmula efectiva que se ha encontrado para disminuir las tasas de interés de manera sostenible, es la aplicación de una política monetaria orientada a procurar la estabilidad del nivel general de los precios. En tiempos de estabilidad de precios las tasas de interés nominales suelen ser menores que en épocas de inflación debido a que los ahorradores no requieren de compensación por el deterioro que sufriría el valor real de los recursos que han prestado. Otra razón por la cual no sólo las tasas de interés nominales, sino también las reales, tienden a ser menores en épocas de estabilidad, es que en ese ambiente el nivel futuro de los precios se hace más fácil de predecir con exactitud. Ello da lugar a que los inversionistas no incluyan una prima por riesgo ante la contingencia de que el nivel de los precios resulte superior al esperado. De aquí que se diga que una política monetaria abocada al abatimiento de la inflación sea conducente a un mayor crecimiento económico.

Mas no sólo por hacer descender las tasas de interés es que una política monetaria concentrada en el abatimiento de la inflación contribuye a la expansión de la economía. Por una parte, al consolidarse en el transcurso del tiempo un grado substancial de estabilidad de precios, es factible la aparición de financiamientos de largo plazo a tasas de interés fijas. Estos financiamientos son de particular utilidad para fomentar la inversión en vivienda y en planta industrial. En adición, la menor volatilidad de las tasas de interés reales resultante de la estabilidad facilita una mejor evaluación de los costos y beneficios de los proyectos de inversión. Al disminuir la incertidumbre respecto de la rentabilidad de los proyectos, más inversiones son emprendidas. Por último, un ambiente de estabilidad propicia menores fluctuaciones en los precios

relativos, propiciando una más eficiente asignación de los factores productivos y evitando distorsiones en su remuneración.

A lo anterior habría que agregar algo de suma importancia: el abatimiento de la inflación obra en favor de la recuperación del salario real y del empleo. En efecto, al inducir el descenso de las tasas de interés y al promover el ahorro interno, la estabilidad estimula la inversión en instalaciones productivas y en tecnología. La operación de estas instalaciones y la aplicación de mejor tecnología, a su vez, elevan el salario real al generar más demanda de mano de obra y dar lugar a incrementos en la productividad del trabajo.

Existen otras razones por las cuales evitar la recurrencia de la inflación no es exclusivamente un objetivo económico, sino también social. Es bien sabido que el alza sostenida de los precios entraña una importante redistribución regresiva del ingreso y de la riqueza. Daña más a quien menos tiene. En épocas de inflación, en especial, cuando ésta es aguda, los precios tienden a subir con más rapidez que los salarios, como ha sido observado lo mismo en nuestro país que en el resto del mundo. A la vez, la erosión del poder adquisitivo del dinero afecta de manera particularmente severa a las personas de recursos modestos quienes suelen mantener un alto porcentaje de sus ingresos en billetes y monedas, y normalmente no tienen a su alcance las fórmulas de inversión que les permitan protegerse contra esa erosión. Al ocasionar una injusta transferencia de recursos de unas personas a otras, la inflación tiene graves efectos sociales. Todos estos efectos adversos de la inflación se han observado en los países que la han padecido. También los mexicanos hemos sufrido sus consecuencias en nuestra experiencia reciente.

De lo dicho en los párrafos anteriores se deriva que la procuración del abatimiento de la inflación debe considerarse, sin lugar a dudas, como uno de los objetivos prioritarios de la estrategia económica. Al respecto, en prácticamente todos los países se considera a la política monetaria como el instrumento natural para llevar a cabo dicha tarea y al banco central como la institución dentro del Estado comprometida con ese objetivo. Esto responde a que, en el largo plazo, la inflación es un fenómeno monetario.

Desde un punto de vista empírico, la relación proporcional de largo plazo entre la tasa de expansión de la base monetaria y la inflación, una vez consideradas las variaciones de la velocidad de circulación de la propia moneda y del volumen de la producción en la economía, está ampliamente validada. Esa correlación existe porque el banco central, a diferencia de otros organismos que otorgan crédito, dispone de la singular facultad de poder proporcionar financiamientos de manera ilimitada sin tener que captar los recursos respectivos. En efecto, el banco central puede aumentar el poder de compra de los agentes económicos en términos nominales aun cuando éstos no produzcan más. Pero bien se sabe que cuando la demanda de bienes y servicios crece, mientras la oferta no lo hace, los precios tienden a subir, traduciéndose en una mayor inflación.

Desafortunadamente, cuando se parte de niveles de inflación moderados o altos, la labor de abatimiento de inflación no es tan sencilla como podría parecerlo a simple vista. En el corto plazo los esfuerzos en ese sentido se ven afectados por múltiples factores de orden económico, político y social que están fuera del control de la autoridad monetaria. Entre dichos factores, se pueden mencionar:

- (a) La llamada inercia inflacionaria, causada fundamentalmente por el historial de la inflación del país en cuestión y la cual afecta el proceso de formación de expectativas sobre la evolución futura del índice general de los precios.
- (b) La determinación administrativa de ciertos precios clave en la economía (éstos serían en nuestro caso principalmente los salarios mínimos y los precios y tarifas de bienes y servicios públicos) que puede ser incongruente con el objetivo de inflación establecido; y
- (c) Eventos que pudieran traer como consecuencia el deterioro en los términos de intercambio y, en general, cambios en precios relativos de equilibrio.

Ciertamente un banco central podría restringir su postura de política monetaria con el objeto de contrarrestar las presiones inflacionarias que en el corto plazo pudieran

resultar de uno o varios de los factores citados. Sin embargo una reacción semejante, en un contexto en el que los agentes económicos no ajustan proporcionalmente sus expectativas ni sus decisiones de precios y salarios en respuesta a las acciones de la autoridad, podría redundar en costos laborales, financieros y de algunos insumos (como electricidad y gasolinas) excesivamente altos en términos reales para las empresas. Los márgenes de utilidad decrecerían, tornándose incluso en negativos, a la vez de que los productores establecidos en el país podrían perder competitividad frente al exterior. Todo ello conduciría a menor inversión, empleo y actividad económica, con costos sobre el bienestar social que podrían llegar a ser elevados. Precisamente los altos costos que en las circunstancias descritas acompañarían a los intentos de una acelerada reducción de la inflación explican la tendencia de los bancos centrales a graduar la intensidad de sus medidas conducentes a la estabilidad de precios.

Lo anterior sirve de base para reiterar que para abatir la inflación evitando costos sociales, se requiere que otros aspectos de la política económica, en adición a la política monetaria, también se enfoquen al logro de ese objetivo. De no existir tal coordinación entre los distintos aspectos de la política económica, el proceso de estabilización de los precios puede ser menos efectivo y llegar a generar costos innecesarios. El corolario es claro: una política monetaria antiinflacionaria es un elemento necesario, aunque no suficiente, para obtener el mejor resultado de la lucha contra la elevación de los precios.

Durante 1997, los elementos y políticas congruentes con el abatimiento de la inflación se combinaron en México de manera efectiva. Los resultados obtenidos en ese año en el frente inflacionario convalidan esta opinión: la tasa anual de variación del índice general de los precios fue de 15.7 por ciento, cifra muy cercana al objetivo de 15 por ciento establecido al inicio del año y sustancialmente inferior al nivel de cierre de 1996 de 27.7 por ciento. Lo que hace todavía más significativa esta reducción de 12 puntos porcentuales en la tasa de inflación fue que coincidió con un crecimiento del PIB real que se estima en 7.3 por ciento, la mayor tasa de crecimiento económico de los últimos 16 años. Este es el tipo de resultados que le dan validez a la convicción que mantiene la Junta de Gobierno del Banco de México de que es a través de la procuración de la estabilidad de precios como la política monetaria puede hacer su mayor contribución al desarrollo económico del país.

Otro de los fenómenos sobresalientes ocurridos en el ámbito macroeconómico durante 1997, fue la gran resistencia que mostró la economía mexicana ante los embates provenientes de la notable inestabilidad en los mercados financieros internacionales durante la segunda mitad del año, inestabilidad que fue provocada principalmente por las crisis en múltiples países asiáticos. En el cuadro 1 se reporta, para los principales países emergentes, el desempeño durante el segundo semestre de 1997 de las siguientes variables: tipo de cambio de sus monedas nacionales con respecto al dólar de los Estados Unidos, tasas de interés e índices de cotizaciones de sus respectivas bolsas de valores. Destaca de dicho cuadro la gran estabilidad relativa mostrada por las citadas variables en el caso de México. Esto último puede atribuirse a la presencia de tres factores fundamentales: (a) la congruencia del programa económico aplicado en el país durante 1997; (b) la libre determinación de las tasas de interés y (c) el régimen de flotación del tipo de cambio.

CUADRO 1
INDICADORES FINANCIEROS DE CIERTOS PAISES LATINOAMERICANOS Y
ASIATICOS

Entre el 1º de julio de 1997 y el 19 de enero de 1998

| | Variación en el tipo de cambio ^{1/} | Variación en los mercados de capitales ^{2/} | Variación en las tasas de interés ^{3/} |
|---------------|---|--|--|
| Hong Kong | -0.14% | -38.05% | 653 |
| Argentina | 0.00% | -23.19% | 375 |
| Brasil | 3.99% | -27.15% | 1,995 |
| Venezuela | 4.41% | -22.25% | 38 |
| Chile | 9.70% | -38.39% | 70 |
| Japón | 12.05% | -28.07% | 18 |
| Ecuador | 12.93% | -0.01% | 650 ^{4/} |
| Colombia | 21.41% | -3.64% | 180 |
| Singapur | 21.58% | -44.90% | 225 |
| Filipinas | 55.63% | -59.56% | 131 |
| Malasia | 64.56% | -66.82% | 233 |
| Corea del Sur | 78.42% | -60.90% | 1,110 |
| Tailandia | 114.14% | -62.74% | -225 |
| Indonesia | 321.46% | -85.76% | 1,975 |
| México | 3.29% | 2.49% | -255 |

1/ Medido como unidades de moneda nacional por dólar. El signo positivo indica depreciación.

2/ En dólares.

3/ Incrementos en puntos base.

4/ Al 16 de enero de 1998.

Fuente: Bloomberg.

Dada su importancia, es conveniente profundizar en el entendimiento de las virtudes estabilizadoras que tienen los regímenes de flotación del tipo de cambio y de tasas de interés cuando se sufren salidas de capitales. Con regímenes de flotación cambiaría y de libre determinación de las tasas de interés, como los vigentes en México, es de esperarse que las ventas de valores denominados en moneda nacional y la compra de dólares por los inversionistas aumenten tanto las tasas de interés como el tipo de cambio suponiendo que otros factores no se modifican. Los movimientos

automáticos de estas variables poseen la virtud de regular los movimientos de capital a corto plazo. En efecto, cuando surge el estímulo a las salidas de capital el ajuste simultáneo de la paridad y de las tasas de interés desincentiva la venta de valores en moneda nacional al deprimir su precio y elevar el de la moneda extranjera. Este ajuste en precios prosigue hasta que cesen las salidas de capital. Por simetría, lo opuesto ocurre con las variables aludidas cuando el estímulo es a que el capital entre.

Los aumentos que sufren las tasas de interés ante salidas de capitales no son por supuesto deseables. Pero como se ha visto en el pasado en repetidas ocasiones, es conveniente aceptar incrementos temporales de las tasas de interés que permitan continuar posteriormente el camino hacia la estabilidad. Esta última es la única que puede conducir a tasas de interés reales y nominales bajas y sostenibles. Si en un intento de evitar alzas de las tasas de interés el Banco de México relajara su postura de política monetaria, se produciría más inflación y, lo que es peor, un deterioro de las expectativas inflacionarias. El resultado, no inmediato pero si ulterior, se materializaría en tasas de interés reales y nominales más elevadas. Esto sucedería porque al mantenerse sin alza las tasas de interés por algún tiempo, los inversionistas podrían salir de sus posiciones en instrumentos representativos de deuda sin castigo en el precio de éstos. En esas condiciones, los inversionistas tendrían el estímulo a liquidar más rápidamente esas posiciones y a utilizar los pesos obtenidos de las ventas respectivas para comprar moneda extranjera. Ello depreciaría aún más el tipo de cambio y daría así lugar a una mayor inflación.

En una situación de liquidación masiva de valores, cuando se tiene un régimen cambiario de flotación, la depreciación del tipo de cambio es el complemento al ajuste de las tasas de interés. La depreciación del tipo de cambio determina que la especulación en contra de la moneda nacional no sea gratuita. En una situación como la referida las compras de moneda extranjera pueden llevar al tipo de cambio a niveles exagerados. Pero al no ser congruentes estos niveles con las condiciones fundamentales de la economía, tarde o temprano el valor de la moneda nacional tiende a la recuperación, infligiendo pérdidas importantes a quienes hayan comprado divisas a elevado precio. Esto ha sucedido en México varias ocasiones desde que se estableció el régimen cambiario de flotación.

La flotación del tipo de cambio tiene otra virtud por cuanto compromete poco o nada de las reservas internacionales del país. Al conservarse éstas, se reduce el riesgo país y permite aumentar las posibilidades de refinanciamiento de nuestros pasivos con el exterior, lo que a su vez da mayor seguridad a los tenedores de deuda externa mexicana.

Durante 1998, el Banco de México, mediante la ejecución de la política monetaria en un contexto de libre determinación del tipo de cambio y de las tasas de interés, contribuirá a que la inflación se reduzca a 12 por ciento, nivel adoptado como objetivo en el documento intitulado Criterios Generales de Política Económica y enviado por el Ejecutivo Federal a la H. Cámara de Diputados en noviembre de 1997. Esa es la mejor aportación que el instituto emisor puede hacer para promover un funcionamiento más eficiente de la economía, la creación de empleos, el mejoramiento de la distribución del ingreso en el país y, en general, para elevar el nivel de vida de la población.

Antes de presentar el programa monetario para 1998, en la próxima sección se hace una breve evaluación de los resultados obtenidos en 1997 en los frentes monetario e inflacionario.

II. EVALUACION DEL PROGRAMA MONETARIO PARA 1997.

El objetivo de esta sección es presentar una evaluación del programa monetario para 1997. Como se recordará, el objetivo de dicho programa fue coadyuvar al abatimiento de la tasa anual de inflación a 15 por ciento al cierre de diciembre de 1997.

Los componentes del citado programa fueron los siguientes:

- a) En la versión original del programa, el Banco de México se comprometió a no efectuar operaciones de mercado abierto con el objeto de generar saldos acumulados positivos en el conjunto de las cuentas corrientes que lleva a las

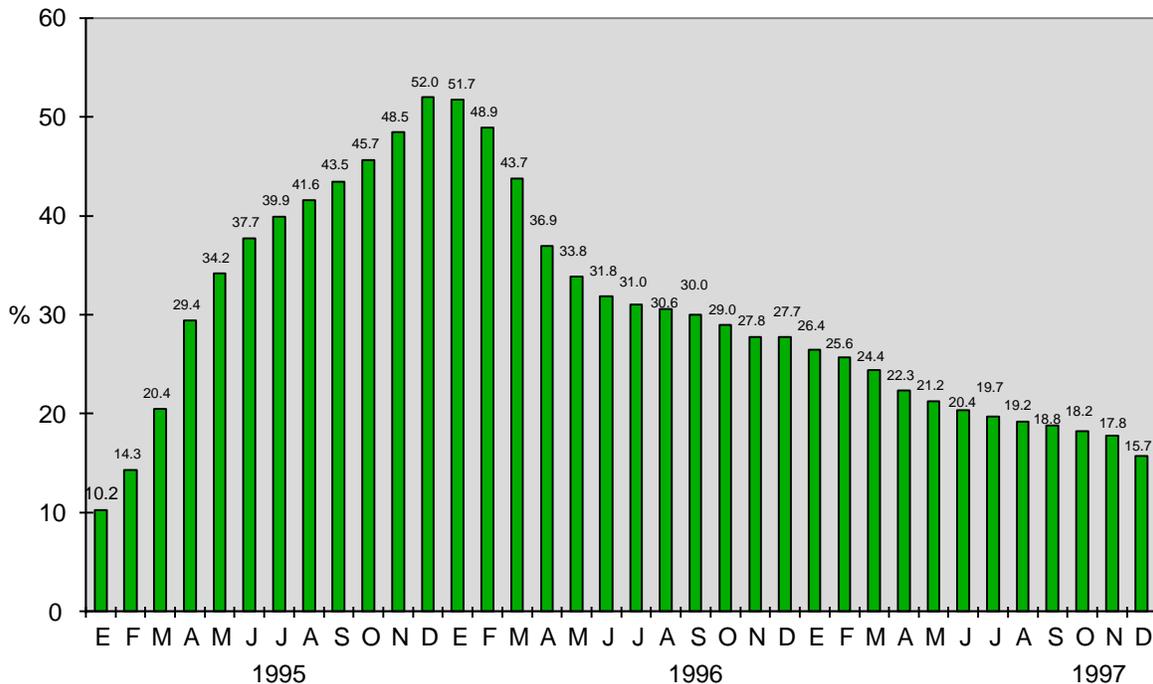
instituciones de crédito, es decir, el instituto central se comprometió a no usar “largos”. Esta medida la adoptó el instituto emisor con el objeto de disipar cualquier duda sobre si adoptaría una política monetaria expansiva en anticipación de las elecciones federales de junio de 1997. La prescindencia temporal del instrumento señalado se levantó en septiembre pasado, en respuesta a las consideraciones que se presentan más adelante en esta sección.

- b) Para que el público contara con un elemento de información y análisis en 1997, el Banco de México decidió publicar la trayectoria diaria esperada de la base monetaria para el año congruente con una inflación de 15 por ciento y con la realización de los supuestos adoptados de crecimiento del PIB, de tasas de interés y de remonetización.
- c) Con el propósito de dar seguridades de que no se generarían presiones inflacionarias mediante la expansión indebida del crédito interno neto del banco central, se incorporó en el programa monetario límites trimestrales a la variación de dicho crédito.
- d) Se estableció también un compromiso mínimo de acumulación de activos internacionales netos.
- e) Por último, se previó que el Banco de México podría variar las condiciones de suministro de su crédito interno, poniendo “corto” al sistema bancario, con el objeto de promover el orden en los mercados cambiario y de dinero.

El programa monetario para 1997 puede ser evaluado desde la perspectiva del cumplimiento de su objetivo principal: que la política monetaria contribuyera al abatimiento de la tasa de inflación al 15 por ciento en diciembre de 1997. En ese año, la inflación anual disminuyó 12 puntos porcentuales (ver gráfica 1), de 27.7 por ciento en diciembre de 1996 a 15.7 por ciento en el mismo mes correspondiente a 1997, cifra esta última muy cercana al objetivo.

GRAFICA 1

**CAMBIO PORCENTUAL DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
CON RESPECTO AL MISMO MES DEL AÑO ANTERIOR**



Si bien el crecimiento del INPC de enero a diciembre de 1997 se aproxima bastante a la meta anual de 15 por ciento, cabría haber esperado una mayor reducción de la inflación en ese periodo en virtud de la relativa estabilidad mostrada por el tipo de cambio. En efecto, mediante modelos econométricos de simulación se ha estimado que la inflación acumulada de enero a diciembre congruente con el comportamiento observado del tipo de cambio hubiese sido de 13.3 por ciento. De acuerdo a lo anterior, podría decirse que el crecimiento del INPC durante 1997 resultó 2.4 puntos porcentuales por encima de lo que se hubiera esperado dado el comportamiento del tipo de cambio (15.7 por ciento menos 13.3 por ciento). Dicho diferencial puede explicarse por los siguientes factores:

- a) En el período enero-diciembre de 1997, los precios de algunos bienes y servicios básicos, tanto públicos como privados, tuvieron aumentos muy superiores a los originalmente previstos. Los casos más sobresalientes fueron los de los precios del servicio telefónico local (62.5 por ciento), las tenencias y seguros de automóviles (47.1 por ciento), los medicamentos (25.9 por ciento), el gas

doméstico (29.1 por ciento) y la tortilla (24.4 por ciento). El cuadro 2 reporta el impacto de cada una de esas alzas imprevistas de precios sobre su aumento esperado en 1997. Como se aprecia en dicho cuadro, la variación no prevista del INPC causada por los conceptos señalados explica 1.3 puntos porcentuales de la inflación observada de 15.7 por ciento.

- b) Se tiene la hipótesis de que durante los primeros meses de 1997, algunos precios de bienes comerciables no reflejaron los efectos de un tipo de cambio relativamente estable. Esto, en razón de que es probable que dichos precios hayan sido establecidos, en el contexto de una mayor demanda agregada, con base en expectativas cambiarias, las cuales resultaron ser bastante superiores¹ a los valores del tipo de cambio efectivamente observados. La hipótesis anterior se sustenta en el hecho de que de enero a diciembre de 1997 la inflación observada en el conjunto de los bienes comerciables ascendió a 15.3 por ciento, cifra superior a una estimación de dicha inflación (12.8 por ciento) efectuada mediante un modelo que explica el comportamiento de los precios de los bienes comerciables en función, entre otras variables, de la trayectoria del tipo de cambio. Esta causa podría explicar 0.9 puntos porcentuales de la inflación observada en 1997.

Así, la estimación es que los dos factores apuntados contribuyeron con 2.2 puntos porcentuales al crecimiento del INPC de enero a diciembre. Por tanto, esos factores explican casi la totalidad de la inflación no esperada que fue de 2.4 puntos porcentuales.

^{1/} Aunque el valor de esas previsiones fue disminuyendo conforme avanzó el presente año.

CUADRO 2
VARIACIONES PORCENTUALES DE ALGUNOS PRECIOS BÁSICOS
Y SU INFLUENCIA INFLACIONARIA
 Enero - diciembre de 1997

| CONCEPTO | Variación Observada (%) | Variación Esperada (%) | Impacto en el INPC de la Variación no Esperada (puntos porcentuales) |
|---------------------------|-------------------------------|------------------------------|---|
| Servicio telefónico local | 62.5 | 15.0 | 0.33 ^{1/} |
| Tenencias y seguro | 47.1 | 15.0 | 0.32 |
| Gas doméstico | 29.1 | 12.8 | 0.29 |
| Medicamentos | 25.9 | 12.8 | 0.15 |
| Tortilla | 24.4 | 11.0 | 0.24 |
| TOTAL | | | 1.33 |

^{1/} Efecto neto que toma en cuenta la disminución de las tarifas de larga distancia.

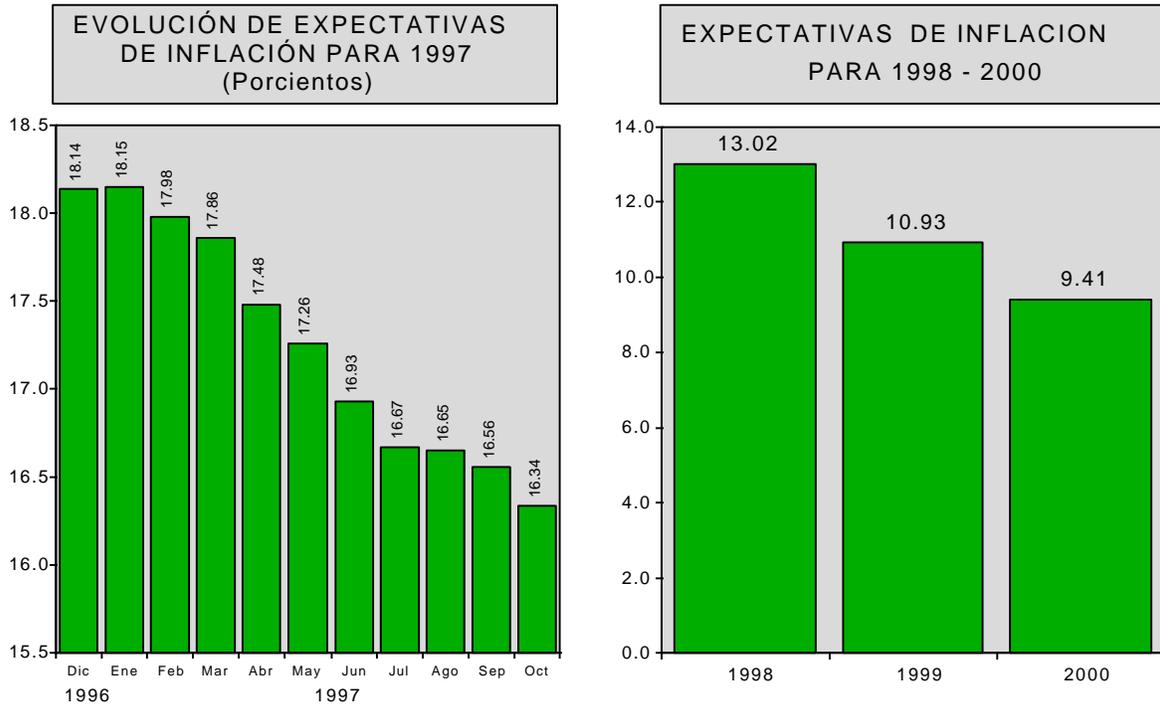
En todo caso, el avance en la lucha antiinflacionaria ha sido significativo, el cual se ha logrado gracias a la congruencia entre los distintos aspectos de la política económica, incluyendo los concernientes a la moneda.

La congruencia de las políticas adoptadas ha sido efectiva para lograr un ajuste a la baja de las expectativas inflacionarias. La gráfica 2 muestra la evolución en el transcurso del año de la inflación esperada para el cierre de 1997 (diciembre de 1997 con respecto al mismo mes del año anterior), de acuerdo con la opinión promedio de aproximadamente treinta analistas que el Banco de México encuesta cada mes. Es patente la tendencia decreciente de este pronóstico. En esa misma gráfica se muestran también los promedios de las expectativas inflacionarias para el periodo 1998-2000 que tenían esos mismos analistas en diciembre de 1997, observándose una clara tendencia decreciente.

Como resultado del abatimiento de la inflación, del ajuste a la baja de las expectativas inflacionarias y de la relativa estabilidad del tipo de cambio, en el tiempo transcurrido de 1997 se redujeron de manera considerable las tasas de interés (ver gráfica 3).

GRAFICA 2

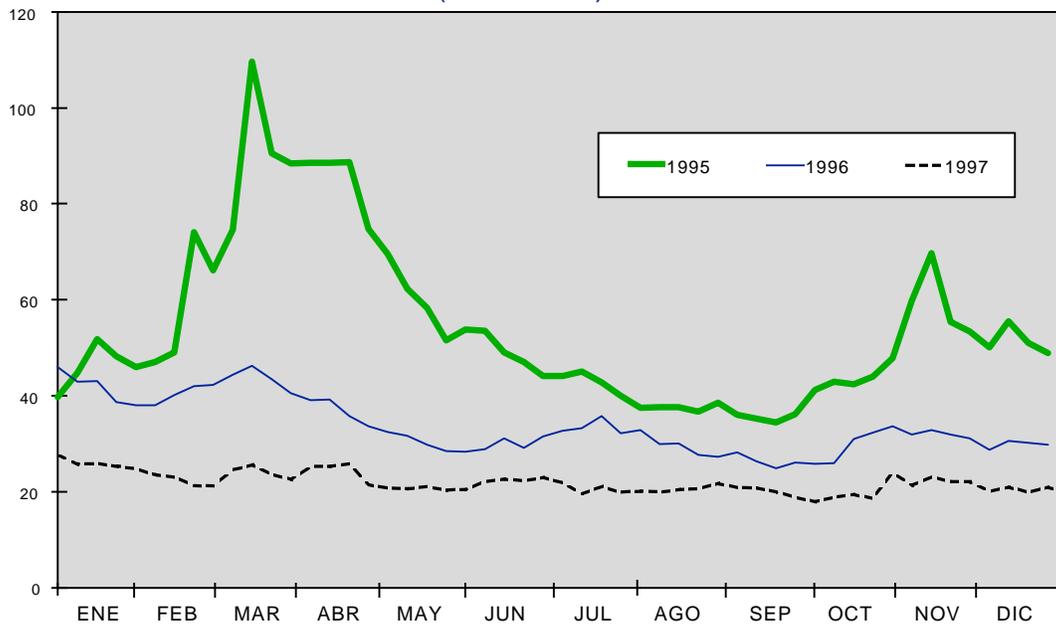
EXPECTATIVAS DE INFLACION: 1997 - 2000



GRAFICA 3

TIIP-TIIE A 28 DIAS

(Por ciento)



Del 5 de enero al 16 de septiembre de 1995 se reporta la TIIP; en adelante se presenta la evolución de la TIIE.

En el transcurso de 1997, no sólo el nivel de las tasas de interés se redujo, sino también su variabilidad. Esto se puede apreciar en el cuadro 3, en el que se muestra el promedio de la tasa de interés de los Cetes a 28 días² correspondiente a varios años, junto con la variabilidad de dicha tasa (mediada a través de la desviación estándar y el coeficiente de variación). La variabilidad de las tasas que se observó durante 1997 fue la más baja desde 1990.

CUADRO 3
PROMEDIO Y VARIABILIDAD DE LAS TASAS DE INTERES DE
LOS CETES A 28 DIAS 1990-1997

Datos Semanales

| Periodo | Promedio | Desviación Estándar | Coeficiente de Variación |
|-----------------------|----------|---------------------|-----------------------------|
| | (1) | (2) | (2) / (1) |
| Ene. 1990 – Dic. 1990 | 34.8 | 7.7 | 0.22 |
| Ene. 1991 – Dic. 1991 | 19.3 | 2.6 | 0.13 |
| Ene. 1992 – Dic. 1992 | 15.7 | 2.3 | 0.15 |
| Ene. 1993 – Dic. 1993 | 14.9 | 1.9 | 0.13 |
| Ene. 1994 – Dic. 1994 | 14.0 | 3.5 | 0.25 |
| Ene. 1995 – Dic. 1995 | 48.7 | 14.3 | 0.29 |
| Ene. 1996 – Dic. 1996 | 31.3 | 6.2 | 0.20 |
| Ene. 1997 – Dic. 1997 | 19.8 | 1.9 | 0.10 |

Los descensos observados de las tasas de interés y de su variabilidad durante 1997 fueron de los factores que contribuyeron de manera importante al aumento de la actividad económica y del empleo. Ello confirma que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al desarrollo económico y al bienestar de la población es concentrarse en la lucha contra la inflación.

^{2/} Para este ejercicio se consideró la tasa de los Cetes a 28 días en lugar de la TIIE, pues la serie de tiempo de la primera permite una comparación multianual más amplia.

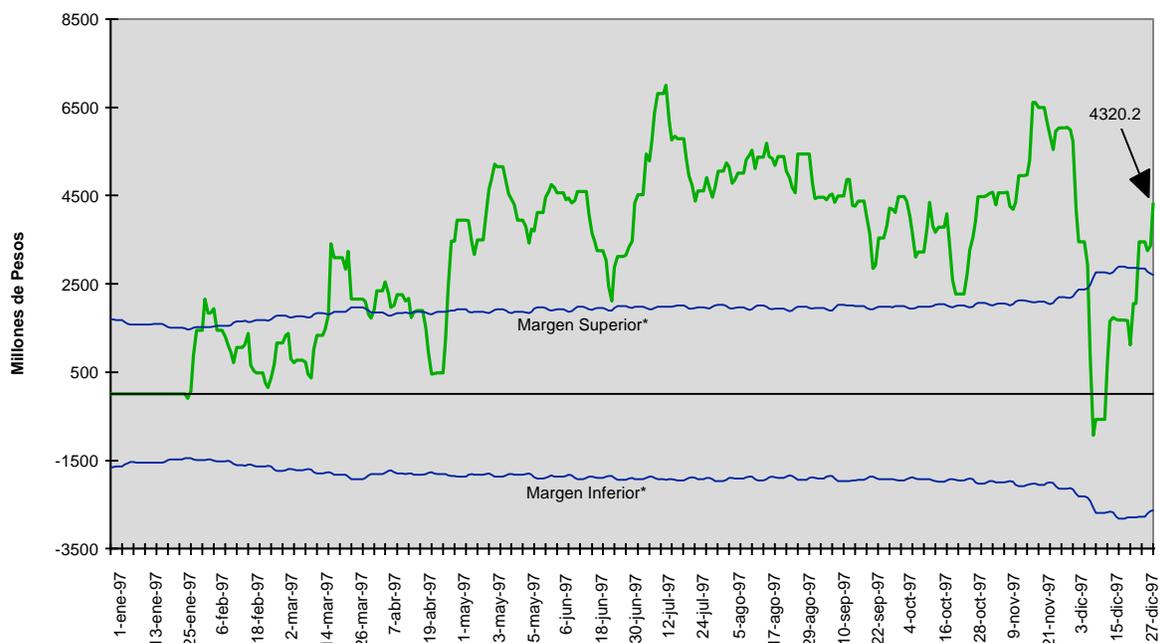
La ejecución del programa monetario para 1997 también puede ser analizado a la luz de la evolución de la base monetaria, de los activos internacionales netos, del crédito interno neto y de la adopción de algunas acciones discrecionales por parte del Banco de México.

a) Base Monetaria

Como parte del programa monetario para 1997, el Banco de México publicó un pronóstico de la trayectoria diaria de la base monetaria en el año en curso. Este agregado monetario excedió durante la mayor parte de 1997, y en particular desde finales de abril, la banda dentro de la cual era probable que se moviera según el citado pronóstico (ver gráfica 4).

GRAFICA 4

DESVIACIONES DEL SALDO OBSERVADO DE LA BASE MONETARIA RESPECTO DEL PRONOSTICO**



*Intervalo estadístico calculado con base en la desviación estandar del modelo de estimación de la demanda de base monetaria.

** Datos observados hasta el 31 de diciembre de 1997.

Para evaluar si el comportamiento descrito de la base monetaria tuvo un impacto inflacionario, se procede determinar si se creó un exceso de liquidez.

Es pertinente señalar que el Banco de México operó con un objetivo de cero para los saldos acumulados de las cuentas que lleva al sistema bancario durante todos los días de 1997. Es decir, en ningún momento el instituto central generó un “largo” (tampoco un “corto”), sino que mantuvo una postura monetaria neutral. En consecuencia, la evolución observada de la base no fue resultado de un relajamiento de la política monetaria, sino de un crecimiento de la demanda de base mayor a la esperada. Las hipótesis que se tienen para explicar este fenómeno son las siguientes:

- 1) El crecimiento económico en el año (se espera que haya sido de 7.3 por ciento) fue superior al previsto (de 4.5 por ciento).
- 2) Las tasas de interés bajaron más de lo que se supuso al formular el programa monetario. El supuesto original era de una tasa de Cetes a 28 días promedio para 1997 de 21.8 por ciento. El promedio observado fue de 19.8 por ciento. Las tasas más bajas determinan que el costo de oportunidad de mantener billetes y monedas sea menor. Las empresas y las personas sienten entonces menor urgencia de invertir sus saldos de efectivo.
- 3) Las vacaciones de Semana Santa, los gastos efectuados con motivo de las campañas políticas, Procampo y algunos días festivos generaron desviaciones que se presumen fueron temporales en algunos periodos específicos del año.
- 4) Por último, la caja de efectivo de la banca (que forma parte de los billetes y monedas en circulación) aumentó con gran celeridad durante 1997. Este fenómeno respondió primordialmente al gran impulso que el sistema bancario está dando a las cuentas de ahorro que dan la posibilidad de retiros mediante el uso de tarjetas de débito en lugar de cheques. Otros factores que pueden estar causando transitoriamente un mayor nivel de caja en los bancos es el crecimiento que han tenido los cajeros automáticos, el número de sucursales bancarias y la cobertura geográfica de éstas. Es posible que estos factores estén induciendo temporalmente una mayor demanda de efectivo por parte de la banca, mientras ésta puede identificar con mayor precisión los nuevos patrones de demanda de

efectivo que el público adopte. Una vez que suceda esto último, sería de esperar que los bancos reduzcan sus existencias en caja.

El efecto de lo señalado en los puntos anteriores sobre la demanda de dinero primario no fue plenamente valorado al estimar la trayectoria de ésta para 1997. Al cierre de ese año, la desviación entre la trayectoria observada y la pronosticada ascendió a 4,320 millones de pesos, de la cual el mayor crecimiento económico y las menores tasas de interés explican casi el 90 por ciento. La contribución de los demás factores a la citada desviación es muy difícil de cuantificar. En todo caso, la porción no explicada de la desviación caería dentro del intervalo de confianza del modelo originalmente estimado.

Otro elemento que valida la tesis de que la desviación de la base con respecto al monto esperado respondió a una mayor demanda de billetes y monedas, es que las variables económicas que hubieron reflejado la presencia de un exceso de oferta de dinero no se comportaron como se esperaría que lo hubieran hecho si éste efectivamente hubiera existido. El tipo de cambio se mantuvo relativamente estable y las tasas de interés mostraron una tendencia general a la baja. Y lo que es más importante, la trayectoria de la inflación evolucionó aproximadamente conforme a lo previsto. Todo esto no hubiera sucedido si el banco central hubiera creado un exceso de liquidez. A la luz de las circunstancias descritas, el instituto central no vio razón para adoptar una política monetaria restrictiva que procurara la convergencia (o cuando menos el acercamiento) de la trayectoria de la base observada con la pronosticada.

b) Activos Internacionales Netos

En el lapso comprendido del último día de 1996 al cierre de diciembre de 1997, los activos internacionales netos³ aumentaron 13,511 millones de dólares. Este incremento fue sustancialmente superior al mínimo previsto para todo el año en el programa monetario de 1997 (2,500 millones de dólares). Dos razones fundamentales explican esa importante acumulación de activos internacionales: i) elevados ingresos de divisas por operaciones con PEMEX; y ii) las sustanciales ampliaciones al programa de compras de moneda extranjera a través del mecanismo de opciones que dan derecho a las instituciones de crédito de vender dólares al Banco de México si se satisfacen ciertas condiciones. Lo mencionado en este último inciso refleja naturalmente la gran liquidez que caracterizó a los mercados financieros internacionales durante 1997 y que parece haberse reducido sustancialmente en 1998.

c) Crédito interno neto

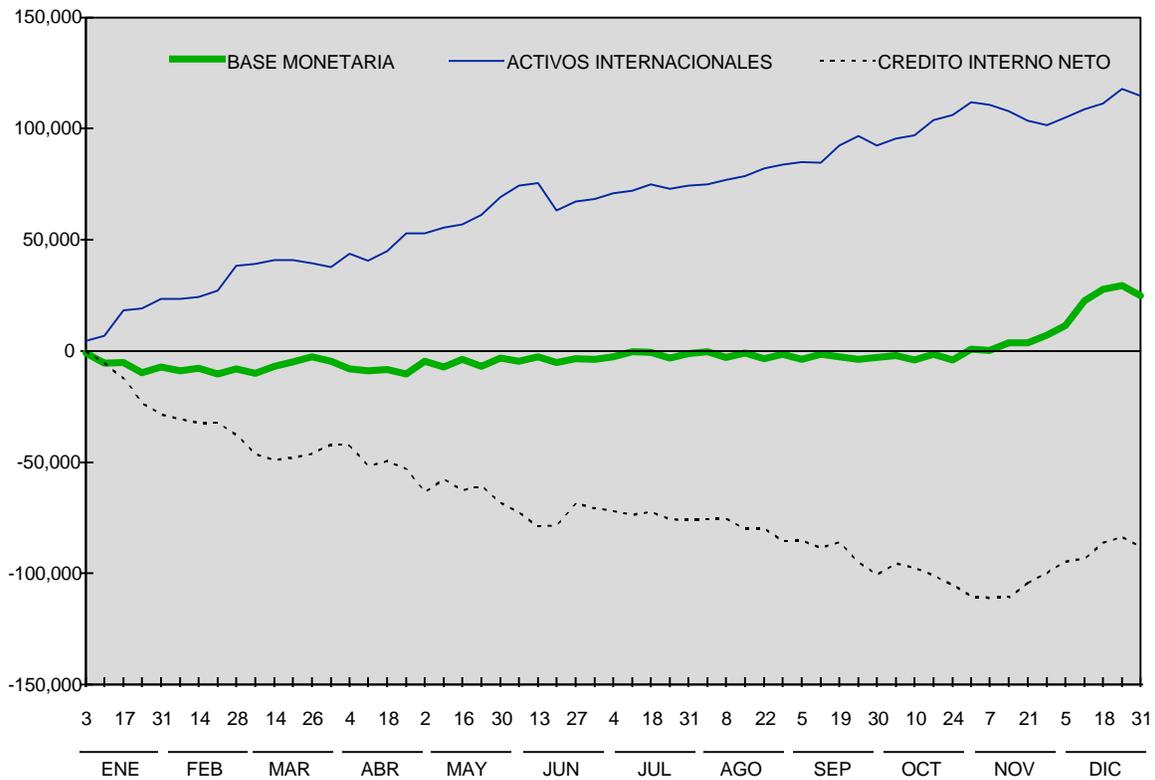
El crédito interno neto se define como la diferencia entre el monto de la base monetaria y de los activos internacionales netos. En consecuencia, la evolución de ese concepto se explica por el desarrollo tanto de la base monetaria como de los activos internacionales netos. Si bien la base monetaria aumentó más de lo esperado durante 1997, los activos internacionales netos lo hicieron en una mucho mayor proporción, lo que dio como resultado una caída en el crédito interno neto de este instituto central (ver gráfica 5).

^{3/} 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 pasivos con el Fondo Monetario Internacional y los pasivos a menos de seis meses derivados de convenios con bancos centrales.

GRAFICA 5

BASE MONETARIA Y SUS COMPONENTES

Flujos Acumulados en el Año



Por tanto, durante 1997 el crédito interno neto se mantuvo por debajo de los límites establecidos en el programa monetario para dicho año. Toda vez que las variaciones del crédito interno neto y de los activos internacionales netos se combinaron en forma de producir el monto de base deseado, se puede afirmar que el descenso del crédito interno neto no implicó restricción monetaria alguna.

d) Acciones discrecionales adoptadas por parte del Banco de México

Si bien durante 1997 no se presentaron situaciones que ameritaran el uso de “cortos” o de “largos” (los instrumentos mediante los cuales el instituto central puede ajustar su postura de política monetaria más fácilmente), el instituto central tuvo que hacer ciertos ajustes a su política monetaria. La razón de ello fue que en algunas ocasiones las tasas de interés no se comportaron conforme a lo previsible, dadas las

condiciones existentes en los mercados financieros. En particular, durante el primer semestre del año hubo lapsos en que la cotización de la moneda nacional se apreció, a la vez de que en algunos de esos episodios las tasas de interés interbancarias no solo no bajaron, sino que incluso llegaron a subir.

Ante esta situación, el Banco de México aplicó diversas acciones tendientes a reestablecer el buen funcionamiento del mercado de dinero. Las medidas que el Banco de México adoptó fueron las siguientes:

- 1) Incrementar su captación de recursos a través de la venta de valores gubernamentales y disminuir su captación mediante depósitos de las instituciones de crédito. De esta forma, el Banco de México pudo continuar drenando liquidez, pero entregando a las contrapartes de las operaciones respectivas valores gubernamentales que son líquidos y tienen mercado secundario. Esta medida contribuyó a reducir las presiones alcistas sobre las tasas de interés interbancarias, no sólo porque se eliminó la prima por liquidez que las instituciones trataban de obtener del Banco de México, sino también debido a que el nuevo mecanismo facilita que las instituciones de crédito refinancien en el mercado secundario depósitos que establezcan en el instituto central.
- 2) Se ajustaron algunos elementos del régimen de encaje promedio cero, ampliando los saldos negativos que las cuentas de las instituciones de crédito en el Banco de México pueden alcanzar cada día sin causar intereses y que puedan ser compensados con saldos positivos que se generen otros días. Esta medida favoreció relativamente más a los intermediarios de menor tamaño. La ampliación de los límites permite arbitrar más fácilmente diferencias de tasas de interés en el tiempo, lo que tiende a reducir su volatilidad. Cabe mencionar que, con el propósito de mantener la mayor competitividad en el mercado de dinero lograda con la ampliación de los límites antes referidos, en mayo pasado se hizo lo propio con los límites aplicables a los saldos positivos. Así, los límites en ambas direcciones se hicieron simétricos.

- 3) Para reforzar las medidas descritas en los dos incisos anteriores, en una ocasión el instituto central fijó un techo a la tasa de interés aplicable a sus operaciones pasivas a plazo de 24 horas. El citado límite se mantuvo vigente tan sólo durante un día, pues esta acción, junto con las antes referidas, fue suficiente para restablecer rápidamente el orden en el mercado de dinero⁴.

Cabe mencionar que inmediatamente después de que el Banco de México adoptó las medidas recién descritas, las tasas de interés se ajustaron a la baja. El efecto positivo que tuvieron estas medidas se debió a que su aplicación fue interpretada por el mercado como una señal del banco central de que, a su juicio, las tasas de interés de muy corto plazo habían llegado a niveles excesivos.

La fijación de un techo para las tasas de interés contribuyó a lograr el efecto deseado. Sin embargo, es de señalar las inconveniencias de usar esa medida en forma frecuente o constante. Durante su vigencia, se suprime casi por completo la influencia de las fuerzas de mercado en la determinación de las tasas de interés, pudiendo dañarse el papel que éstas desempeñan en la captación y asignación de recursos y en el equilibrio de otros mercados.

Una opción para combatir niveles de tasas de interés excesivamente altos sería el uso del “largo”. Como se recordara, en enero de 1997 la Junta de Gobierno de la institución juzgó conveniente prescindir temporalmente del uso de los “largos”. Por lo tanto dicho instrumento no se podía utilizar durante el primer semestre del año. Sin embargo, las razones que llevaron a la Junta de Gobierno a tomar esa decisión, habían sido sustancialmente superadas en septiembre último. Por tanto, en ese entonces se decidió dejar sin efecto la renuncia temporal al uso de “largos”. El anuncio de esta medida redujo ligeramente las tasas de interés y el tipo de cambio se depreció a partir de niveles bastante bajos. Cabe mencionar que durante el último trimestre del año no fue necesario utilizar los “largos”.

^{4/} Las medidas expuestas en los incisos 1) y 2) han permanecido vigentes hasta la fecha.

III. PROGRAMA MONETARIO PARA 1998.

1. *Objetivo del Programa.*

El objetivo primordial del programa monetario de 1998 es **coadyuvar** al abatimiento de la tasa de inflación a 12 por ciento. Este porcentaje se refiere a la elevación del nivel general de los precios de diciembre de 1998 con respecto al del mismo mes del año inmediato anterior. Una política monetaria orientada a lograr dicho objetivo, en combinación con las medidas previstas en el documento del Ejecutivo Federal denominado Criterios Generales de Política Económica para 1998 y considerando los recientes ajustes que se le han efectuado a la política fiscal, hacen probable un incremento real del PIB en 1998 de aproximadamente 5 por ciento.

2. *Algunas Consideraciones Preliminares.*

El objetivo del programa monetario para 1998 se especifica en términos de que la política monetaria **coadyuvará** al abatimiento de la inflación a 12 por ciento, pues pretende resaltar el hecho de que si bien una política monetaria prudente es un elemento indispensable en la lucha contra la inflación, por lo general no es suficiente para lograr el resultado deseado. Lo anterior es un reconocimiento de que la política monetaria requiere de la colaboración de otras políticas económicas para conseguir el abatimiento de la inflación que la sociedad demanda.

En particular, se requiere que la política fiscal mantenga la disciplina que ha mostrado en los últimos años y así no genere presiones inflacionarias. También es importante que dicha política no contribuya a la creación de desequilibrios insostenibles en la cuenta corriente de la balanza de pagos y en el tipo de cambio real, que a la postre fueren una reversión de los avances en el frente inflacionario que se han obtenido en los años recientes. Por último, la política fiscal debe ser flexible, para contribuir en la absorción de choques externos que de otra manera tendrían repercusiones serias en la inflación y en el balance externo de la economía.

Cabe señalar que la economía pudiese enfrentar perturbaciones que requieran de ajustes en precios relativos. Por ejemplo, es posible que las depreciaciones de las monedas de algunos países asiáticos o cambios en los términos de intercambio del país, hagan necesario un ajuste en el precio relativo entre bienes comerciables y no comerciables en México. También es posible que se induzcan cambios en precios relativos en la economía mediante medidas de política fiscal o comercial, como sucede cuando se decretan incrementos en los precios de algunos bienes y servicios públicos o sujetos a control oficial. Los ajustes mencionados en precios relativos, si bien son indispensables para restablecer el equilibrio en algunos mercados en la economía, suelen tener un impacto inmediato sobre la inflación, en virtud de que un conjunto importante de precios de bienes, servicios y factores son inflexibles a la baja. En estas circunstancias, el Banco de México no impediría el impacto directo sobre el nivel general de los precios de los ajustes aludidos. Esta reacción del instituto central responde a que las acciones de política monetaria que generalmente adoptaría tienen un efecto retardado sobre la inflación, por lo que si se quisieran contrarrestar de inmediato las sorpresas en el ritmo de crecimiento de los precios, la modificación requerida en la postura de la política monetaria tendría que ser de tal magnitud, que los costos que infligiría sobre la sociedad serían de consideración.

Lo que si haría el Banco de México en respuesta a aumentos en precios que estuvieran asociados al ajuste de precios relativos, sería evitar que el impacto secundario de dichos incrementos afecte la dinámica de la llamada inflación subyacente y las expectativas inflacionarias⁵ decrecientes. Lo anterior implica que, ante el proceso de ajuste de precios relativos, la política monetaria contribuiría a resolver los desequilibrios macroeconómicos que surgen en el camino, al procurar que no se alimente una espiral inflacionaria.

El Banco de México reconoce que los salarios reales, si bien en la mayoría de los sectores se están comenzando a recuperar, han partido de niveles bajos. Sin duda es deseable que los salarios reales aumenten, pero lo importante es que lo hagan de manera sostenible. Sin embargo, esto sólo se puede lograr mediante avances sostenidos en la productividad de la mano de obra --lo cual sólo se puede alcanzar en un

^{5/} Así proceden la mayoría de los bancos centrales del mundo.

ambiente de estabilidad--, y no con medidas administrativas o voluntaristas. Por tanto, para lograr el abatimiento de la inflación y así estimular el incremento de los salarios reales, es conveniente que los ajustes salariales sean congruentes con los objetivos inflacionarios preestablecidos y con la evolución de la productividad de la mano de obra. Ello, hay que reiterarlo cuantas veces sea necesario, hace posible una caída más rápida de la inflación, lo cual propicia el aumento sostenible de las percepciones reales de los trabajadores y la creación de fuentes de trabajo. En efecto, al inducir el descenso de las tasas de interés y al promover el ahorro interno, la estabilidad estimula la inversión en instalaciones productivas y en tecnología, cuya operación eleva el salario real al generar una mayor demanda para la mano de obra y dar lugar a incrementos de la productividad del trabajo. El aumento del empleo, junto con el concomitante incremento del salario real, se traduce en un mayor ingreso disponible para los trabajadores, en un contexto de inflación declinante gracias a la prudencia salarial.

Es oportuno apuntar que el Banco de México actuará fundamentalmente con el objetivo en mente de obtener reducciones **sostenibles** de la inflación. Es relativamente fácil lograr una caída rápida y cuantiosa de la inflación. Pero sólo en condiciones muy especiales, no presentes en la coyuntura actual de México, se puede alcanzar lo anterior sin crear grandes desequilibrios en otros ámbitos de la economía, que a la postre hagan insostenibles los avances en la lucha contra la inflación. De ahí que la Junta de la Gobierno de la Institución esté convencida que el camino a seguir es aquél que permita disminuir la inflación sostenidamente.

En relación con lo anterior, al aplicar el programa monetario se vigilará el desempeño de variables tales como las entradas de capitales, el tipo de cambio real y el déficit de la cuenta corriente, conceptos que en ciertas circunstancias podrían inducir inestabilidad en los mercados financieros nacionales y revertir las ganancias inflacionarias que se hayan obtenido en el pasado. La política monetaria responderá a los desarrollos de las variables aludidas sólo en los limitados casos en que tenga la capacidad de afectarlas --lo que sucede cuando el comportamiento indeseado en ellas esté respondiendo a un desequilibrio o trastorno de orden monetario--, y siempre en concordancia con su objetivo prioritario de procurar un abatimiento de la inflación sostenible.

De lo anterior se deriva que habrá casos en que la evolución indeseable del tipo de cambio real, de las entradas de capital y del saldo de la cuenta corriente responda a fenómenos no monetarios, en cuyo caso otras políticas económicas, en particular la fiscal, se tendrían que ajustar para evitar desequilibrios desestabilizadores.

En todo caso no hay que olvidar que el régimen de flotación cambiario y de tasas de interés vigente en México ofrece cierta protección en contra de la generación de grandes desequilibrios externos. La flotación del tipo de cambio tiene la gran virtud de hacer improbable que el tipo de cambio se aleje, de manera persistente y considerable, de los niveles en que las distintas épocas resultan congruentes con las condiciones fundamentales de la economía. En ese régimen no sucede, como con los esquemas del tipo de cambio administrado, que la autoridad tenga que determinar --tarea excesivamente difícil-- cuál es el tipo de cambio de equilibrio no sólo en un momento dado, sino en cualquier circunstancia. Lo mismo sucede con la flotación de las tasas de interés, pues éstas se ajustan oportunamente a las condiciones prevalecientes en el mercado sin la intervención del instituto central, lo cual es sumamente útil en un entorno de volatilidad en los mercados financieros.

Con un régimen de flotación es difícil esperar la aparición de déficit insostenibles en cuenta corriente o desviaciones significativas del tipo de cambio real de su nivel de equilibrio, debido a que la causa más probable de este fenómeno, las entradas de capital a corto plazo, se desincentivan con el citado esquema cambiario. No hay que olvidar también que la flexibilidad del tipo de cambio y de las tasas de interés han probado ser un arreglo monetario muy eficaz para absorber perturbaciones provenientes de mercados financieros del exterior volátiles. De ahí que la Junta de Gobierno esté convencida de las virtudes de seguir operando en el contexto de la libre flotación del tipo de cambio y de las tasas de interés.

3. ***Elementos de la Política Monetaria para 1998.***

La facultad exclusiva de crear dinero distingue a un banco central de cualquier otro intermediario financiero. Esta facultad debe ejercerse de una manera prudente, pues de lo contrario se puede generar la causa más elemental de la inflación: los excesos de oferta de dinero primario. Estos producen elevaciones inmediatas en las expectativas inflacionarias del público, lo que a su vez da lugar a depreciaciones cambiarias, elevación de las tasas de interés, salarios nominales más altos y alzas en los precios de bienes y servicios. De ahí que la Junta de Gobierno establezca como uno de los elementos fundamentales de su programa monetario para 1998 una regla de operación básica que ofrezca las mayores seguridades de que este instituto central no creará un exceso de base monetaria. Este elemento consiste en lo siguiente:

Primer Elemento Fundamental de Programa Monetario: El Banco de México, como regla general, ajustará diariamente la oferta de dinero primario en forma de que dicha oferta corresponda a la demanda de base monetaria. Cualquier desequilibrio no intencional en la liquidez del mercado de dinero que resulte de errores en la estimación diaria de la demanda de base, será corregido mediante las operaciones inmediatas siguientes que el banco central lleve a cabo en el mercado monetario. Todo esto representa el compromiso del banco central de mantener, por lo general, una política monetaria neutral.

La regla de operación básica recién descrita equivale, en términos más técnicos, a que, al determinar diariamente sus operaciones de mercado abierto, el Banco de México persiga por lo general un objetivo de saldos acumulados de cero de las cuentas corrientes que el instituto emisor les lleva a los bancos comerciales. También implica que el Banco de México esterilizaría el impacto monetario que resulte de las variaciones de los activos internacionales netos, de los créditos que se le extiendan a FOBAPROA y de las operaciones que efectúe la Tesorería de la Federación en su cuenta con el instituto emisor.

Como se recordará, en marzo de 1995 el instituto emisor decidió adoptar un esquema de encaje llamado de encaje promedio cero. Mediante dicho esquema, los

saldos deudores que, en su caso, 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 periodos de 28 días, con la constitución en otros días de saldos acreedores en esas mismas cuentas, de por lo menos igual monto. El incumplimiento de algún banco con la condición descrita, determina que deba pagar intereses a una tasa de dos veces la tasa vigente de Cetes a 28 días⁶ sobre el faltante acumulado. Cabe mencionar que los saldos acreedores que los bancos mantengan al cierre del día en su cuenta en el Banco de México no son remunerados, por lo que las instituciones no tienen incentivos para dejar en promedio durante el periodo de cómputo saldos positivos en sus cuentas. Así, se puede presumir que los bancos tratarán de dejar sus saldos acumulados en cero al cierre de cada periodo de medición de 28 días, lo cual en principio⁷ les será posible lograrlo en caso de que diariamente el Banco de México aplique su regla de operación básica.

La aplicación estricta de la regla de operación básica recién descrita, implicaría que el Banco de México satisfaga pasivamente la demanda de base monetaria que se le manifieste, lo cual podría ser fuente de algunos problemas. En particular, el instituto central podría, eventualmente, estar satisfaciendo una demanda de dinero congruente con un patrón de inflación superior al deseado.

Para detectar tal situación, y actuar en consecuencia, el Banco de México compararía cotidianamente la trayectoria observada de la base con la trayectoria que en principio es coherente con el objetivo de inflación para el año. Esta última trayectoria es muy difícil de precisar de tal forma que tenga validez para todo el año, debido a los siguientes factores: (a) la relación entre inflación y base puede cambiar con el tiempo; (b) los supuestos básicos que se hacen para pronosticar la demanda de base para el año (referentes al crecimiento del PIB y la evolución de las tasas de interés) pueden no

^{6/} Cabe mencionar que para evitar que el citado esquema induzca volatilidad excesiva de las tasas de interés a un día en el mercado de dinero al mayoreo, se han impuesto límites a los saldos positivos y negativos de las cuentas de las instituciones de crédito que califican para el promedio mensual. Cuando una institución de crédito muestra al final del día un sobregiro mayor al límite a los saldos negativos, por el sobregiro en exceso al citado límite se le cobre inmediatamente dos veces Cetes. A su vez cuando en un día en particular el saldo de la cuenta corriente de algún banco es positivo por un monto superior al límite a los saldos positivos, el excedente sobre ese límite no se considera para el cálculo del saldo acumulado en el periodo de reporte, es decir, no sirve para compensar sobregiros de otros días.

^{7/} Esto quiere decir en ausencia de distorsiones en el mercado de dinero, las cuales no aparecen con frecuencia.

materializarse, y (c) la relación entre la demanda de base y las variables que explican su evolución también se puede modificar con el tiempo. Por eso el Banco de México debe evaluar las divergencias entre las trayectorias observada y estimada de base en conjunto con otros indicadores que le pueden dar información sobre la evolución futura de la inflación, como son el tipo de cambio, las mediciones disponibles de las expectativas de inflación, los salarios contractuales y el grado de sobrecalentamiento de la economía (relación entre PIB potencial y PIB observado).

Con las reservas hechas al respecto, la Junta de Gobierno ha decidido nuevamente publicar la trayectoria diaria de la base monetaria que a partir de la información disponible en enero de 1998 es congruente con el objetivo de inflación para el año, siempre que se materialicen los supuestos que más adelante se mencionan. Esta trayectoria se presenta en la gráfica 6. Dicha trayectoria refleja la acusada estacionalidad de la demanda de billetes y monedas en circulación en México.

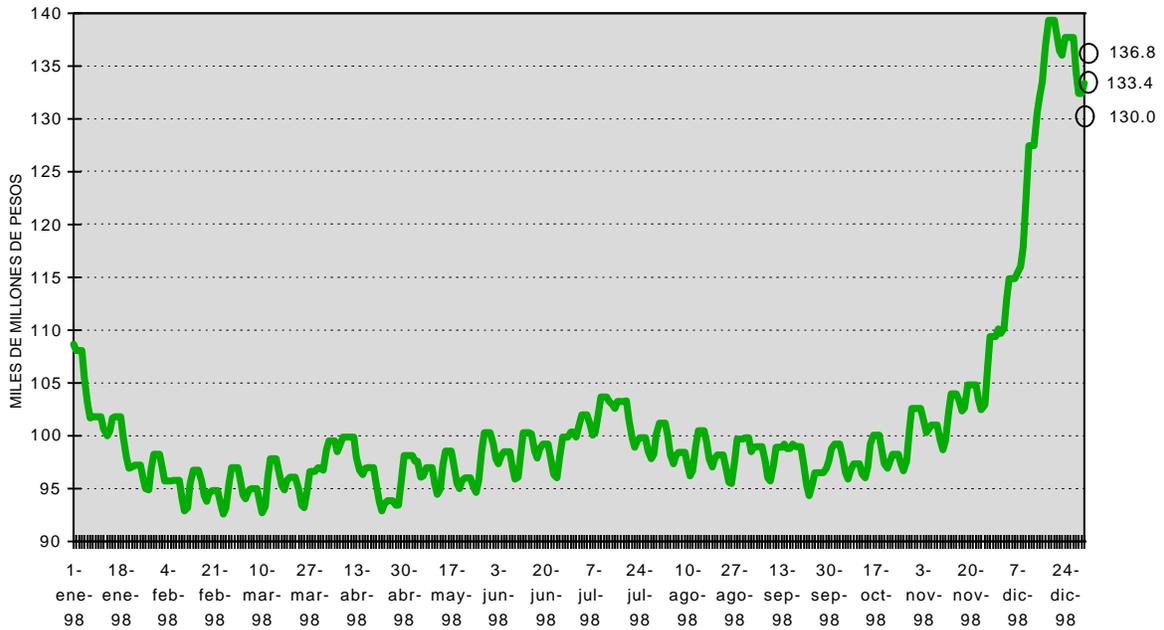
De acuerdo con el programa económico para 1998, es de esperar una reducción de la inflación en el año y tasas de interés a la baja. Es previsible que estos factores estimulen la demanda de base monetaria, ya que disminuyen el costo de oportunidad de mantener billetes y monedas. Ello traerá consigo un aumento de la demanda de base mayor al que podría derivarse sólo del aumento de los precios y del PIB real. En otras palabras, para 1998 se anticipa nuevamente una remonetización. De hecho, se espera que este fenómeno prevalezca por algunos años más, debido a que la relación billetes y monedas en circulación a PIB nominal aún se encuentra muy por debajo de sus niveles históricos (ver gráfica 7).

GRAFICA 6

TRAYECTORIA ANTICIPADA DE LA BASE MONETARIA PARA 1998

SALDOS DIARIOS

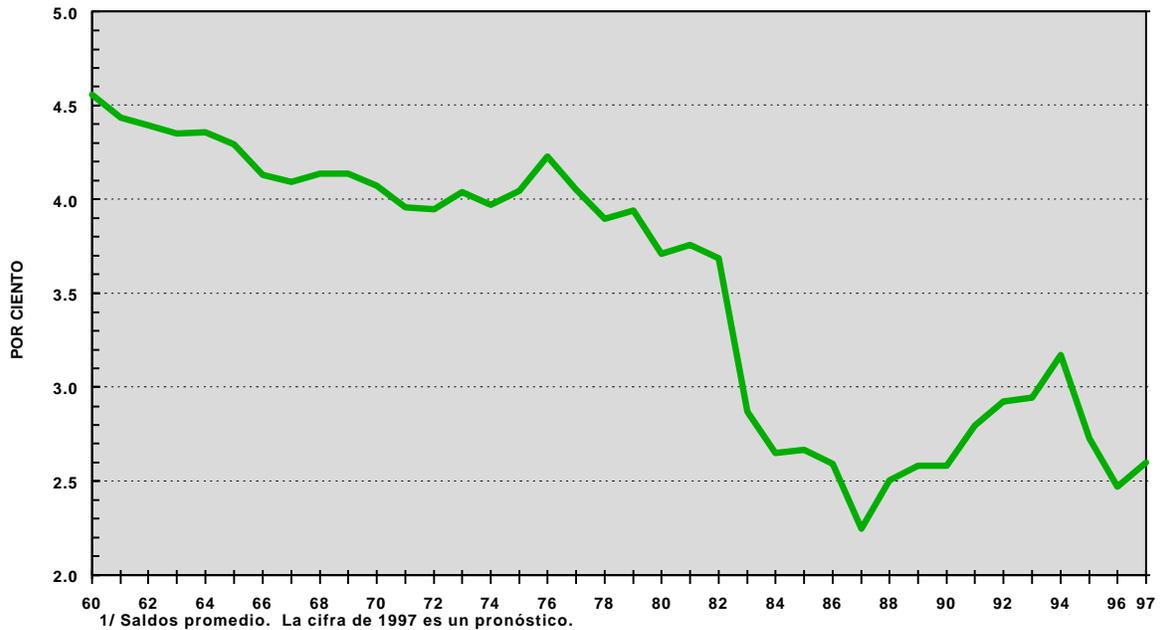
(Cifras en miles de millones de pesos)



GRAFICA 7

BILLETES Y MONEDAS EN CIRCULACION

Como proporción del PIB 1/



1/ Saldos promedio. La cifra de 1997 es un pronóstico.

Fuente: DGIE, Banco de México.

En específico, el Banco de México estima que durante 1998 la base monetaria aumente 22.5 por ciento respecto de su monto al cierre de 1997. El crecimiento esperado de la base es superior al resultado de combinar las proyecciones para 1998 del crecimiento real del PIB (5 por ciento) y de la inflación (12 por ciento), en virtud de una remonetización del orden de 4.2 por ciento del monto de la base al cierre de 1997 (108,891 m.p.). Es pertinente señalar que la remonetización en 1997 fue de 4.3 por ciento, por lo que la remonetización esperada para 1998 es casi de la misma magnitud, a pesar de que se espera un menor abatimiento de la inflación. Es pertinente recordar que la remonetización responde con rezagos a la evolución de las tasas de interés y de las expectativas inflacionarias, por lo que el favorable desempeño de estas variables al cierre de 1997 se reflejará en parte en la remonetización de 1998. En todo caso es pertinente señalar que dado que el Banco de México generalmente satisface la demanda de base monetaria que se manifiesta, si ésta no se incrementa para producir una remonetización como la señalada, este instituto central no aumentaría la oferta de dinero por el faltante.

El flujo anual de base se estima en 24,600 m.p. que a su vez da lugar a un saldo de 133,400 m.p. al cierre de 1998 (ver anexo). El intervalo de confianza para la cifra del saldo de la base monetaria al cierre de 1998, tomando una desviación estándar de los residuales del modelo estimado, es de 136,800 m.p. a 130,000 m.p..

Debido a la dificultad de estimar una trayectoria de la base monetaria para 1998 coherente con el objetivo de inflación de 12 por ciento y que tenga validez para todo el año, la trayectoria anunciada no constituye un objetivo formal de política. Su utilidad más que nada radica en que llamaría la atención en caso de que se presenten desviaciones importantes entre las trayectorias observada y anunciada de la base. El Banco de México evaluaría dichas desviaciones y sólo en caso en que éstas respondan a circunstancias que impliquen presiones inflacionarias adicionales, será de esperarse que el Banco de México adopte una postura restrictiva. En este sentido, la trayectoria anunciada de base constituye un accesorio del primer elemento fundamental del programa monetario.

El Banco de México puede ajustar la oferta de dinero primario a la demanda de éste por medio de variaciones ya sea de su crédito interno o de sus activos internacionales netos. El banco central tiene relativamente mayor control sobre su crédito interno. Por lo mismo, el uso indebido de éste es, desde un punto de vista potencial, la manera más fácil de crear un exceso de base monetaria. En respuesta a estas consideraciones, y con el propósito de dar seguridades adicionales de que no se generarán presiones inflacionarias, el Banco de México ha decidido incorporar nuevamente en su programa monetario límites trimestrales a la variación del crédito interno. Estos límites representan un complemento adicional al primer elemento fundamental del programa monetario.

Puesto que el crédito interno se define como la diferencia entre la base monetaria y los activos internacionales netos, los límites trimestrales a las variaciones de aquél son resultantes de la evolución de estas dos últimas variables. La variación esperada de la base monetaria, como ya se señaló, depende de las trayectorias anticipadas del PIB, las tasas de interés y la inflación. Dicha variación esperada se reporta en la gráfica 6. Por otra parte, el compromiso de aumento mínimo de los activos internacionales netos (1,000 m.d.) se determina con fundamento en el pronóstico de las transacciones cambiarias que, se estima, el Banco de México realizará con el Gobierno Federal y Pemex, y de las adquisiciones de moneda extranjera que probablemente se harán en virtud del ejercicio de opciones de venta de dólares al banco central por las instituciones de crédito.

De resultar la demanda de base mayor que la considerada en la determinación de los límites a las variaciones del crédito interno, el excedente sólo podrá ser acomodado mediante una acumulación de activos internacionales netos mayor al mínimo establecido.

Es importante subrayar que el límite al crecimiento del crédito del instituto emisor no representa una meta sino un valor máximo. El aumento de dicho crédito será menor, en la medida en que la expansión monetaria proveniente de la acumulación de activos internacionales supere al mínimo previsto.

Las autoridades monetarias han estimado que la disponibilidad de un monto mayor de activos internacionales contribuirá a que México refuerce aún más su posición financiera externa, lo cual es de particular importancia en el entorno actual de gran volatilidad en los mercados financieros internacionales. Una mayor solidez en ese frente permitirá que el país continúe teniendo acceso a recursos del exterior, en condiciones favorables en cuanto al costo y el plazo del financiamiento externo. Es por esto que parte integral del programa monetario para 1998 es un compromiso de acumulación mínima de activos internacionales netos.

En el cuadro 4 se reportan los límites trimestrales a las variaciones del crédito interno neto de 1998 y el compromiso de acumulación mínima de activos internacionales netos.

CUADRO 4
LIMITES TRIMESTRALES A LAS VARIACIONES
DEL CREDITO INTERNO NETO EN 1998

Flujos efectivos acumulados en millones

| TRIMESTRES | AUMENTOS MINIMOS DE LOS ACTIVOS INTERNACIONALES NETOS | | BASE MONETARIA | LIMITES A LAS VARIACIONES DEL CREDITO INTERNO NETO ^{1/} |
|------------|---|----------------------------|-------------------|---|
| | DOLARES (1) | PESOS ^{2/} (2) | PESOS (3) | PESOS (3) – (2) |
| I | 0 | 0 | -11,900 | -11,900 |
| II | 200 | 1,748 | -8,400 | -10,148 |
| III | 500 | 4,370 | -11,000 | -15,370 |
| IV | 1,000 | 8,740 | 24,600 | 15,860 |

1/ Si el límite es negativo, se refiere a que el crédito interno caerá por lo menos en el monto señalado.

2/ Se considera un tipo de cambio promedio para el año de 8.74 pesos por dólar.

Conviene apuntar que, siendo el crédito interno la diferencia entre la base monetaria y los activos internacionales netos, aquél puede disminuir al aumentar dichos activos sin que ello se traduzca en contracción de la base. Por consiguiente, tal disminución en el crédito interno, de producirse, no implicará restricción para la

economía, ya que la absorción de pesos resultante de esa disminución, se compensará con la inyección de moneda proveniente de la compra de divisas por parte del banco central.

Si bien el primer elemento fundamental del programa monetario y sus medidas complementarias evitan que el propio Banco de México produzca excesos de oferta de base monetaria, lamentablemente no pueden garantizar por sí solos el logro del abatimiento deseado de inflación. Esto se debe a que a pesar de que el Banco de México limite diariamente las variaciones de oferta de dinero primario para que éstas satisfagan los cambios en la demanda de base, podrían aparecer presiones inflacionarias adicionales por otras vías. Por ejemplo, perturbaciones del exterior podrían causar una depreciación de la moneda nacional; los aumentos salariales contractuales en promedio en la economía podrían resultar superiores al objetivo de inflación más los avances en productividad, lo cual no sólo dificultaría abatir la inflación, sino también obtener ganancias sostenibles en los salarios reales; el crecimiento de la base monetaria podría estar validando una inflación superior a la deseada, ya sea debido a que dicho agregado estuviera creciendo a una tasa excesiva o que la relación entre base monetaria y precios haya cambiado; la tasa de crecimiento económico puede acelerarse inesperadamente, de tal forma que el PIB crezca temporalmente a tasas superiores a su potencial, lo que a la postre redundaría en una mayor inflación. Esto último se podría deber, entre otros factores, a una política fiscal expansiva.

Los eventos citados en el párrafo anterior podrían, por sí solos, inducir elevaciones en las tasas de interés, las cuales tenderían a mitigar las presiones inflacionarias indeseables. Sin embargo, también puede suceder que el ajuste automático de tasas no sea suficiente para asegurar un comportamiento razonable de la inflación. En estos casos el Banco de México podría revisar su postura de política monetaria, modificando ésta de neutral a restrictiva.

El Banco de México puede restringir su postura de política monetaria dejando “corto” al sistema bancario, lo que equivale a que el instituto central opere con un objetivo de saldos acumulados negativo. Al poner en “corto” al sistema, el banco central ejerce alguna influencia al alza de las tasas de interés. Dicha influencia se produce,

sobre todo, por la señal que a través de esa acción se envía al mercado: la señal consiste en que el banco central considera que las tasas de interés deberían elevarse.

La experiencia sugiere que ejercen mayor influencia sobre las tasas de interés las modificaciones del “corto” que la existencia misma de éste. Es pertinente señalar que el banco central podría adoptar un “corto” no sólo para apoyar la lucha antiinflacionaria, sino que también para combatir situaciones desordenadas en los mercados cambiarios o de dinero (cuando el tipo de cambio se deprecie rápidamente en un lapso muy corto de tiempo o que las tasas de interés se encuentren anormalmente bajas).

El Banco de México también debe contar con la facultad de poder relajar su postura de política monetaria. Esto podría llegar a ser conveniente cuando: (a) la evolución de la inflación indique altas probabilidades de que, de mantenerse todo igual, la tasa de inflación de referencia sería mucho menor que la inflación objetivo; (b) prevalezcan tasas de interés anormalmente altas que estén atrayendo capitales del exterior de muy corto plazo y que a su vez estén causando una apreciación real y nominal del tipo de cambio que no sea sostenible. Dicha apreciación podría causar en el corto plazo una reducción más acelerada en la inflación, pero a costa de un mayor desequilibrio en la cuenta corriente financiada con recursos externos sumamente volátiles. Estos se pueden revertir rápidamente, causando una gran inestabilidad en los mercados financieros y el desvanecimiento de las reducciones en la inflación. El Banco de México también debe estar en capacidad de relajar su postura de política monetaria para poder combatir ciertos comportamientos anormales en las tasas de interés, causadas por distorsiones temporales en el mercado de dinero.

El Banco de México adoptaría una postura de política monetaria más laxa a través del uso de “largos”, lo que equivaldría a que el banco central efectúe sus operaciones de mercado abierto con un objetivo de saldos acumulados positivos en el conjunto de las cuentas corrientes que lleva a las instituciones de crédito. Mediante el uso de “largos”, el banco central le comunica al mercado la señal que, de acuerdo a su opinión, las tasas de interés deberían reducirse.

Lo dicho en los párrafos anteriores se puede resumir de la siguiente manera: el Banco de México necesita contar con la facultad de poder ajustar discrecionalmente su postura de política monetaria de neutral a ya sea restrictiva o laxa, según se presenten las circunstancias. Esto da lugar al segundo elemento fundamental del programa monetario para 1998:

Segundo Elemento Fundamental del Programa Monetario: El Banco de México se reservaría el derecho de ajustar la postura de la política monetaria, pudiendo restringir o relajar, en caso de que se presentaran circunstancias inesperadas que así lo aconsejasen. Esto significa que la política monetaria sería simétrica en cuanto a la dirección de los ajustes que se le pudieran llegar a hacer durante el año, según fuera el caso.

En congruencia con lo anterior, podría haber ocasiones durante al año en que el Banco de México decida efectuar sus operaciones de mercado abierto teniendo un objetivo negativo en el saldo acumulado de las cuentas corrientes de los bancos en el Banco de México, lo que significaría adoptar “cortos”. Los “cortos” señalarían al mercado que el Banco de México considera que las tasas de interés deberían ser más altas, quedando el ajuste preciso de éstas en manos del mercado. El Banco de México también podría modificar la magnitud de los “cortos”, lo que señalaría una política monetaria restrictiva en distinto grado. El instituto central utilizaría los “cortos”, adoptando una postura de política monetaria restrictiva, principalmente en las siguientes circunstancias:

- (a) Cuando detecte presiones inflacionarias futuras incongruentes con el logro del objetivo de abatimiento de inflación. Las presiones inflacionarias futuras inesperadas podrían resultar, entre otros factores, del comportamiento del tipo de cambio, de los costos laborales unitarios, de los agregados monetarios, de excesos de demanda agregada, además de reajustes imprevistos en precios de bienes y servicios públicos o sujetos a control oficial. En este último caso, el Banco de México ajustaría su postura monetaria sólo con el propósito de evitar, en caso necesario, las repercusiones secundarias o indirectas de los mencionados ajustes sobre la dinámica inflacionaria. Los ajustes en la política

monetaria buscarían evitar que se deterioren las expectativas descendentes de inflación.

- (b) Cuando se requiera para propiciar el orden en los mercados cambiario y de dinero.

Por otro lado, se podrían presentar circunstancias en las que fuera conveniente relajar la postura de la política monetaria. En estos casos, el Banco de México operaría con un objetivo de saldos acumulados positivo, lo que implicaría dejar “largo” al mercado. Los “largos” ejercerían presiones a la baja de las tasas de interés. El Banco de México podría aplicar “largos” en caso de que:

- i) el comportamiento de las tasas de interés de muy corto plazo no sea congruente con la evolución del tipo de cambio, en particular en situaciones en que la moneda nacional se esté apreciando y no existan presiones inflacionarias adicionales a las previstas en el programa económico;
- ii) la inflación evolucione de manera tan favorable, que existan probabilidades altas y bien fundadas de que el aumento de los precios vaya a resultar claramente inferior al objetivo que se haya establecido;
- iii) se produzca una apreciación del tipo de cambio (real y nominal) que se estime insostenible por derivarse de entradas cuantiosas de capital a corto plazo al mercado de dinero; y, finalmente,
- iv) surjan aumentos de las tasas de interés atribuibles, meramente, a la formación de situaciones desordenadas en el mercado de dinero.

Una vez disipadas las condiciones causantes de algún ajuste de la política monetaria, el Banco de México regresaría a una postura de neutralidad.

Es pertinente hacer unos comentarios y aclaraciones adicionales en referencia al uso potencial de los “cortos” y los “largos”:

1. Al aplicar la política monetaria, se enfrenta una complicación ineludible: las acciones del banco central no tienen un impacto inmediato sobre la inflación. Esto fuerza a que el instituto central se concentre en evaluar cuáles son las posibles consecuencias de lo que está sucediendo hoy sobre la inflación futura, para que, en su caso, trate de influir sobre la evolución de ésta mediante acciones de política monetaria. Así pues, no debe sorprender si en el futuro el Banco de México determina algún ajuste en su postura de política monetaria en casos en que no sea obvio que se estén enfrentando presiones inflacionarias inminentes.
2. Se subraya que de existir una expansión inesperada en la política fiscal que produzca un exceso de demanda agregada, y por tanto presiones inflacionarias, el Banco de México no acomodaría éstas.
3. Se pueden presentar perturbaciones externas que signifiquen una inminente depreciación de nuestro tipo de cambio real de equilibrio, lo que a su vez seguramente inducirá una depreciación nominal de la moneda nacional. En estos casos el instituto central tendería a restringir su política monetaria sólo para mitigar los efectos inflacionarios indirectos de la depreciación nominal, facilitando así el ajuste necesario del tipo de cambio real.
4. Conviene precisar que mediante el uso del “largo”, el Banco de México no inyectará cantidades importantes de fondos al mercado. El propósito principal será transmitir información al mercado sobre la postura de la política monetaria, al igual que sucede con el uso del “corto”. La adopción de un “largo” se interpreta como un cierto aflojamiento de las condiciones monetarias. Esto, en principio, debería conducir a menores niveles de tasas de interés. Por consiguiente, incrementos en el “largo” se deberían leer como condiciones monetarias más relajadas, lo que presumiblemente conducirían a niveles más bajos de las tasas de interés. Se estima que para que el “largo” cumpla con su función, será suficiente crear excesos de liquidez insignificantes.

La generación de excesos abundantes de liquidez, paradójicamente, podrían tener el efecto opuesto, pues serían susceptibles de interpretarse como una política expansiva en exceso. En tal caso, las expectativas inflacionarias se deteriorarían y las tasas de interés tenderían a elevarse.

5. Los ingresos de capital de corto plazo son motivo de preocupación para las autoridades, pues pueden inducir apreciaciones del tipo de cambio fácilmente reversibles. Dentro del esquema adoptado en México para la ejecución de la política monetaria, la utilización del “largo” es la fórmula más idónea para desalentar los flujos de capital de corto plazo hacia el país. Sin embargo, el uso del “largo” sería ineficaz para evitar la apreciación del tipo de cambio real, si ésta es causada por la inversión extranjera directa, la inversión extranjera en bolsa o el endeudamiento privado en el exterior a mediano y largo plazo, pues estos movimientos de capital obedecen a expectativas de largo plazo sobre la economía mexicana. Estos ingresos de capital responden a factores que prácticamente no son afectados por el uso de instrumentos de política monetaria. Es preciso tener presente que el poder de la política monetaria para influir sobre el tipo de cambio real es muy limitado.
6. Otro fenómeno que causa preocupación, y, por tanto, eventual volatilidad en los mercados financieros, es el crecimiento del déficit de la cuenta corriente. La inestabilidad en los mercados financieros que induce dicho fenómeno puede llegar a ser considerable y por consiguiente preocupante, de manera especial para el banco central. Sin embargo, hay que reflexionar sobre la capacidad de la política monetaria y cambiaria de hacer algo al respecto.

La ampliación del saldo deficitario de la cuenta corriente tiende a coincidir con la apreciación del tipo de cambio real, pues ambos fenómenos son, por lo general, manifestaciones de una misma causa: las entradas netas de capital del exterior. Por tanto, la capacidad de la política monetaria para afectar el saldo de la cuenta corriente depende en lo fundamental de su efectividad para modificar las entradas de capital. Del inciso (5) anterior se deriva que sólo cuando el déficit de la cuenta corriente es resultado de entradas de capital de corto plazo canalizadas

al mercado de dinero, es que la política monetaria puede tener algún efecto sobre la evolución del déficit mencionado.

La política fiscal es la que puede ser más efectiva para controlar el déficit en cuenta corriente. Un mayor ahorro del sector público reduce el gasto total en la economía. Al reducirse el gasto total, disminuye el déficit en cuenta corriente.

* * *

En lo expuesto anteriormente resalta el hecho de que los componentes fundamentales de la política monetaria del Banco de México se sustentan en las señales que éste le manda al mercado. De ahí que sea indispensable que el instituto central opere de la manera más transparente posible. De aquí surge el tercer elemento fundamental del programa monetario para 1998:

Tercer Elemento Fundamental del Programa Monetario para 1998: El Banco de México continuará esforzándose para facilitar el seguimiento de sus acciones, comunicando eficaz y oportunamente sus objetivos, el uso de los instrumentos que tiene a la mano y los alcances de la política monetaria en general. Adicionalmente, el banco central se mantendría vigilante para alertar de manera inmediata ante cambios súbitos en el entorno económico que pudieran afectar a nuestra economía.

IV. CONSIDERACIONES FINALES.

Al igual que en años anteriores, el propósito fundamental del programa monetario del Banco de México para 1998 es el de coadyuvar al abatimiento de la inflación, en este caso, al 12 por ciento. La perseverancia del banco central en la consecución de este fin se explica no sólo por la obligación que tiene de cumplir con su mandato constitucional. También refleja la asimilación de una abrumadora evidencia empírica, tanto derivada de la experiencia nacional como de la de muchos otros países, que señala que la inflación tiende a ser un importante factor recesivo.

Es pertinente recordar que en ningún país se ha logrado obtener un crecimiento económico sostenible mediante la expansión de la oferta monetaria. La evidencia es muy clara al respecto: de ser posible estimular la actividad económica a través de una mayor oferta de dinero, y teniendo los bancos centrales la capacidad ilimitada de expandir su crédito, no habría razón lógica para que hubiera recesiones, rezagos en el desarrollo económico y la lacerante pobreza que afecta a muchos países, incluyendo al nuestro. De hecho, en países como México, con un largo historial inflacionario, la población ha aprendido que una política monetaria tolerante de la inflación implica la posibilidad de un crecimiento más rápido de los precios, de manera que, cuando se pone en práctica una política de este tipo, la población de inmediato ajusta al alza sus expectativas de inflación. Estas se manifiestan a la postre no sólo en una mayor inflación, sino también en fugas de capital, depreciaciones del tipo de cambio, mayores tasas de interés reales y nominales e, indefectiblemente, en un impacto negativo sobre la tasa de crecimiento del PIB.

La Junta de Gobierno subraya su convencimiento de que el objetivo último de la política monetaria es contribuir al logro del mayor crecimiento sostenible del PIB real. Pero es mediante la lucha contra el alza de los precios como el instituto emisor puede hacer su mejor contribución al crecimiento económico, a la creación de empleos y a la recuperación del salario real. La Junta también está convencida de que en el desempeño de su tarea prioritaria debe poner particular atención en lo siguiente:

(a) **Entorno en el cual se aplicará el programa monetario.** La política monetaria no se aplica en el vacío. Las influencias del ambiente macroeconómico interno y las condiciones de la economía mundial, en particular las de los mercados financieros internacionales, condicionan la ejecución de la política monetaria. Como se ha enfatizado en el cuerpo de esta exposición, durante 1998 es previsible que se enfrenten condiciones externas relativamente adversas, derivadas de la crisis asiática y de la baja en el precio de petróleo de exportación. Ante estas circunstancias el pragmatismo en el manejo de la política monetaria se debe reflejar en:

- Flexibilidad de la política monetaria, de tal forma que el instituto central esté en condiciones de reaccionar a eventos inesperados que se presenten y que puedan afectar la tendencia de expectativas inflacionarias decrecientes en el mediano plazo;
- Coordinación de la política monetaria con otros elementos de la política económica, en particular con la fiscal, lo que refleja el reconocimiento de que la política monetaria por sí sola no puede conseguir el objetivo de abatimiento de inflación. Este debe ser un objetivo común de la política económica, por lo que se requiere la colaboración de todos los elementos de ésta, en particular en un entorno de gran volatilidad en los mercados financieros internacionales. Por último,
- Vigilancia del entorno macroeconómico. Sobra señalar que en un ambiente continuamente cambiante el instituto central debe mantener una actitud vigilante, con el objeto de detectar perturbaciones desestabilizadoras y poder actuar en consecuencia en lo individual y en coordinación con otras entidades públicas, en caso necesario.

(b) **Reacción a Perturbaciones de Precios Relativos.** La grandes depreciaciones de la monedas de los países asiáticos en crisis, la caída en el precio del petróleo y posibles variaciones inesperadas en precios de bienes y servicios que tengan un peso importante en el INPC, pueden dictar la necesidad de ajustes en precios

relativos en el país, situación que en primera instancia tendría un impacto inmediato al alza sobre el nivel general de precios. El Banco de México podría intentar contrarrestar en el muy corto plazo los impactos inflacionarios descritos, pero no sería práctico hacerlo. Esto debido a que la restricción monetaria necesaria tendría que ser de tal magnitud, que causaría trastornos innecesarios a la economía real en el corto plazo. Lo que si haría el instituto emisor sería procurar que las variaciones directas en el INPC se queden como impactos de una vez por todos en el índice, y no afecten el comportamiento de lo que se podría llamar la inflación subyacente. Esto con el objeto de no afectar las expectativas inflacionarias decrecientes de mediano plazo. Por último,

- (c) **Abatimiento sostenible de la inflación.** El Banco de México actuará fundamentalmente persiguiendo reducciones **sostenibles** de la inflación. Es relativamente fácil lograr una caída rápida y cuantiosa de la inflación. Pero sólo en condiciones muy especiales, no presentes en la coyuntura actual de México, se puede alcanzar lo anterior sin crear grandes desequilibrios en otros ámbitos de la economía, que a la postre hagan insostenibles los avances en la lucha contra la inflación. De ahí que la Junta de Gobierno de la Institución esté convencida que el camino a seguir es aquél que permita disminuir la inflación sostenidamente. En relación con lo anterior, al aplicar el programa monetario se vigilará el desempeño de variables tales como las entradas de capitales, el tipo de cambio real y el déficit de la cuenta corriente, conceptos que en ciertas circunstancias podrían inducir inestabilidad en los mercados financieros nacionales y revertir las ganancias inflacionarias que se hayan obtenido en el paso. En todo caso no hay que olvidar que los regímenes de flotación cambiario y de tasas de interés vigente en México ofrecen protección en contra de la generación de grandes desequilibrios en esas variables.

Durante 1998, el Banco de México, en el ámbito de su competencia, también desplegará acciones orientadas a fortalecer nuestro sistema financiero, en concordancia con el artículo segundo de la ley que gobierna a la institución. Nuestra experiencia en 1994 y la reciente en los países asiáticos en crisis, demuestran que un aspecto fundamental para lograr un desarrollo económico ininterrumpido, es contar con un

sistema financiero fuerte. De ahí que, desde un punto de vista precautorio, es conveniente que cualquier país, en cualquier momento, insista en reforzar su sistema financiero. A este respecto, en el caso de México sería importante redoblar los esfuerzos para efficientar la supervisión de instituciones financieras, adecuar el marco regulatorio para que éste se apegue cada vez más a los estándares más estrictos en el mundo y facilitar los mecanismos de capitalización de la banca. También se insistirá ante las autoridades pertinentes sobre la conveniencia de mejorar sustancialmente el funcionamiento del sistema judicial en el país.

ANEXO

PRONOSTICO DE LOS SALDOS DIARIOS DE LA BASE MONETARIA PARA 1998

(Miles de Millones de Pesos)

| Días | ENE | FEB | MAR | ABR | MAY | JUN |
|------|-------|------|------|------|-------|-------|
| 1 | 108.7 | 98.3 | 97.0 | 96.8 | 98.1 | 99.2 |
| 2 | 108.1 | 97.1 | 95.8 | 98.7 | 98.1 | 97.8 |
| 3 | 108.1 | 95.7 | 94.4 | 99.5 | 98.1 | 97.4 |
| 4 | 108.1 | 95.7 | 94.0 | 99.5 | 97.6 | 98.2 |
| 5 | 105.4 | 95.7 | 94.8 | 99.5 | 97.6 | 98.5 |
| 6 | 103.0 | 95.8 | 95.0 | 98.5 | 96.1 | 98.5 |
| 7 | 101.7 | 95.8 | 95.0 | 99.1 | 96.2 | 98.5 |
| 8 | 101.8 | 95.8 | 95.0 | 99.9 | 97.0 | 97.1 |
| 9 | 101.8 | 94.2 | 93.8 | 99.9 | 97.0 | 95.9 |
| 10 | 101.8 | 92.9 | 92.7 | 99.9 | 97.0 | 96.1 |
| 11 | 101.8 | 93.2 | 93.3 | 99.9 | 95.5 | 98.2 |
| 12 | 100.7 | 95.5 | 96.1 | 99.9 | 94.5 | 100.3 |
| 13 | 100.0 | 96.8 | 97.8 | 98.0 | 95.0 | 100.3 |
| 14 | 100.5 | 96.8 | 97.8 | 96.8 | 97.3 | 100.3 |
| 15 | 101.7 | 96.8 | 97.8 | 96.3 | 98.6 | 100.2 |
| 16 | 101.8 | 95.7 | 96.7 | 96.9 | 98.6 | 98.6 |
| 17 | 101.8 | 94.3 | 95.3 | 97.0 | 98.6 | 97.9 |
| 18 | 101.8 | 93.8 | 94.9 | 97.0 | 97.2 | 98.8 |
| 19 | 99.9 | 94.6 | 95.8 | 97.0 | 95.5 | 99.2 |
| 20 | 98.0 | 94.8 | 96.1 | 95.5 | 95.0 | 99.2 |
| 21 | 96.9 | 94.8 | 96.1 | 93.8 | 95.8 | 99.2 |
| 22 | 97.1 | 94.8 | 96.1 | 92.9 | 96.0 | 97.6 |
| 23 | 97.2 | 93.6 | 94.8 | 93.6 | 96.0 | 96.3 |
| 24 | 97.2 | 92.6 | 93.4 | 93.9 | 96.0 | 96.0 |
| 25 | 97.2 | 93.1 | 93.2 | 93.9 | 95.1 | 97.9 |
| 26 | 96.0 | 95.5 | 94.9 | 93.9 | 94.6 | 99.9 |
| 27 | 95.0 | 97.0 | 96.6 | 93.4 | 95.7 | 99.9 |
| 28 | 94.9 | 97.0 | 96.6 | 93.4 | 98.7 | 99.9 |
| 29 | 96.9 | | 96.6 | 95.4 | 100.3 | 100.4 |
| 30 | 98.3 | | 97.0 | 98.1 | 100.3 | 100.4 |
| 31 | 98.3 | | 96.9 | | 100.3 | |

ANEXO (Cont.)

PRONOSTICO DE LOS SALDOS DIARIOS DE LA BASE MONETARIA PARA 1998

(Miles de Millones de Pesos)

| Días | JUL | AGO | SEP | OCT | NOV | DIC |
|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| 1 | 99.9 | 101.2 | 99.8 | 98.8 | 102.6 | 109.7 |
| 2 | 101.1 | 101.2 | 98.5 | 99.2 | 102.6 | 110.2 |
| 3 | 102.0 | 100.0 | 98.9 | 99.2 | 101.4 | 112.9 |
| 4 | 102.0 | 98.2 | 99.0 | 99.2 | 100.3 | 114.9 |
| 5 | 102.0 | 97.4 | 99.0 | 97.9 | 100.7 | 114.9 |
| 6 | 101.1 | 98.2 | 99.0 | 96.5 | 101.0 | 114.9 |
| 7 | 100.1 | 98.4 | 97.6 | 95.9 | 101.0 | 115.4 |
| 8 | 100.3 | 98.4 | 96.0 | 96.8 | 101.0 | 116.0 |
| 9 | 102.1 | 98.4 | 95.7 | 97.4 | 99.5 | 117.8 |
| 10 | 103.7 | 97.2 | 97.2 | 97.4 | 98.7 | 122.0 |
| 11 | 103.7 | 96.2 | 98.9 | 97.4 | 99.5 | 127.5 |
| 12 | 103.7 | 96.7 | 98.9 | 96.4 | 102.2 | 127.5 |
| 13 | 103.2 | 99.1 | 98.9 | 96.0 | 104.0 | 127.5 |
| 14 | 102.9 | 100.5 | 99.2 | 97.1 | 104.0 | 130.6 |
| 15 | 102.6 | 100.5 | 98.8 | 99.2 | 104.0 | 132.2 |
| 16 | 103.2 | 100.5 | 98.8 | 100.1 | 103.2 | 133.5 |
| 17 | 103.2 | 99.4 | 99.2 | 100.1 | 102.4 | 136.9 |
| 18 | 103.2 | 97.8 | 99.0 | 100.1 | 102.7 | 139.3 |
| 19 | 103.3 | 97.1 | 99.0 | 98.7 | 104.8 | 139.3 |
| 20 | 101.5 | 97.9 | 99.0 | 97.4 | 104.8 | 139.3 |
| 21 | 99.8 | 98.2 | 97.1 | 96.9 | 104.8 | 137.9 |
| 22 | 98.9 | 98.2 | 95.3 | 97.6 | 104.8 | 136.4 |
| 23 | 99.5 | 98.2 | 94.3 | 98.3 | 103.4 | 136.0 |
| 24 | 99.8 | 96.8 | 95.4 | 98.3 | 102.5 | 137.7 |
| 25 | 99.8 | 95.6 | 96.5 | 98.3 | 102.9 | 137.7 |
| 26 | 99.8 | 95.5 | 96.5 | 97.4 | 106.3 | 137.7 |
| 27 | 98.6 | 97.6 | 96.5 | 96.7 | 109.4 | 137.7 |
| 28 | 97.8 | 99.7 | 96.5 | 97.6 | 109.4 | 134.5 |
| 29 | 98.3 | 99.7 | 96.9 | 100.3 | 109.4 | 132.4 |
| 30 | 100.2 | 99.7 | 97.7 | 102.6 | 110.1 | 132.4 |
| 31 | 101.2 | 99.8 | | 102.6 | | 133.4 |