

***EXPOSICION SOBRE LA POLITICA  
MONETARIA PARA 1997***



**BANCO DE MEXICO**

***ENERO DE 1997***

***GOBERNADOR***

MIGUEL MANCERA AGUAYO

***SUBGOBERNADORES***

FRANCISCO GIL DIAZ  
GUILLERMO GÜEMEZ GARCIA  
JESUS MARCOS YACAMAN  
JOSE JULIAN SIDAQUI 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 1997.*

*En esta exposición se actualiza e incorpora información ya proporcionada en el documento intitulado “Principales Elementos del Programa Monetario para 1997”, difundido en diciembre último.*

## INDICE

	Pág.
<b>I</b> <b>INTRODUCCION.....</b>	<b>5</b>
<b>II</b> <b>LA POLITICA MONETARIA EN EL</b> <b>EJERCICIO 1996.....</b>	<b>10</b>
<b>1. Objetivo del Programa Monetario.....</b>	<b>10</b>
<b>2. El Programa Monetario.....</b>	<b>14</b>
<b>3. Evaluación del Programa Monetario</b> <b>para 1996.....</b>	<b>14</b>
<b>III</b> <b>PROGRAMA MONETARIO PARA 1997.....</b>	<b>27</b>
<b>1. Objetivo del Programa .....</b>	<b>27</b>
<b>2. Algunas Consideraciones Preliminares .....</b>	<b>27</b>
<b>3. Elementos de la Política Monetaria</b> <b>para 1997 .....</b>	<b>28</b>

## **I. INTRODUCCION.**

La Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos señala que el objetivo prioritario de la política monetaria debe ser la procuración de la estabilidad del nivel general de los precios. Este criterio que ha de observarse al formular la política monetaria, se sustenta en la consideración de que la inflación causa serios perjuicios al bienestar de la población, especialmente por sus adversos efectos sobre la distribución del ingreso, la eficiencia en la asignación de los factores de la producción, la generación de ahorro y el crecimiento económico. Como se explica en estos párrafos introductorios, el propósito de abatir la inflación significa, aunque no sea evidente, dar máxima importancia al crecimiento económico, al aumento del empleo y a la recuperación del salario real.

En 1995 se produjo una fuerte disminución, e incluso reversión, de los flujos netos de capital del exterior hacia México. Esto ocasionó que el tipo de cambio tuviera que depreciarse de manera considerable. La depreciación de la moneda nacional en dicho año provocó de inmediato un significativo repunte de la inflación y de las expectativas inflacionarias. Lo anterior dio lugar a tasas de interés muy elevadas, tanto reales como nominales. A su vez, la aceleración de la inflación y la reducción de la actividad económica resultaron muy perjudiciales para los salarios reales.

El sustancial incremento de las tasas de interés reales y nominales, la reducción del salario real y la contracción de la actividad económica produjeron un gran aumento de la carga de la deuda del sector privado, medida en relación con su ingreso. Lo anterior, además de generar un notable incremento en el saldo de la cartera vencida de las instituciones financieras, indujo una seria contracción tanto de los gastos de inversión de las empresas, como del consumo de las unidades familiares.

A su vez, la difícil situación por la que ha atravesado la banca durante los últimos dos años, aunada a las elevadas tasas de interés y al pesado endeudamiento de las empresas y las familias, contribuyó a que se redujera sustancialmente el otorgamiento de financiamiento para nuevos proyectos de inversión, para adquisición de vivienda y de bienes de consumo duradero, y para gastos personales.

Al inhibirse las inversiones, menor es la creación de empleos y menores las posibilidades de su mejor remuneración. Por todo esto, tanto la inflación como las expectativas inflacionarias pesimistas, al elevar las tasas de interés, conforman un poderoso factor recesivo de la economía. Dicho factor resulta más poderoso cuanto más rápido es el aumento de los precios, más desfavorables las visiones sobre la inflación futura y, por ende, más elevadas las tasas de interés.

La solución a este problema no puede ser la determinación arbitraria de las tasas de interés. Su fijación mediante disposiciones administrativas a un nivel inferior al requerido por el mercado, tendría resultados indeseables. En primer lugar, disminuiría la captación de recursos por parte del sistema financiero. En consecuencia, más escasos y más caros

se tornarían los recursos disponibles para financiar la actividad económica. Por otra parte, al reducirse el atractivo de los depósitos bancarios y de otras inversiones financieras, el público aumentaría su gasto, acrecentándose las presiones inflacionarias. O bien, adquiriría moneda extranjera, propiciando la depreciación de la moneda nacional y, por consiguiente, un aumento más rápido de los precios.

La única fórmula de que se dispone para disminuir las tasas de interés de manera gradual pero sostenible, es perseverar en la aplicación de una política orientada a procurar la estabilidad del nivel general de los precios.

Hay que recordar que, en tiempos de inflación, las tasas de interés nominales suelen ser más elevadas que en épocas de estabilidad, en primer término, porque los ahorradores requieren compensación por la pérdida que sufre el valor real del capital que prestan. Otra razón por la cual no sólo las tasas de interés nominales, sino también las reales, tienden a ser elevadas en épocas de inflación, es que el ritmo de aumento futuro de los precios se hace más difícil de predecir con exactitud. Ello da lugar a que los inversionistas requieran que las tasas de interés, además de ofrecerles compensación por la erosión esperada del poder adquisitivo del principal, incluyan una prima de riesgo, dada la contingencia de que la inflación durante el periodo de vigencia de la operación resulte superior a la esperada.

En la coyuntura actual serían deseables menores tasas de interés reales y nominales, al menos por las tres razones siguientes:

- facilitar la solución del problema de sobreendeudamiento de las empresas y unidades familiares;
- restaurar el dinamismo del mercado crediticio del país; y
- reducir el costo fiscal tanto de los programas de apoyo a los deudores como de los de saneamiento bancario. Esto permitiría que en el futuro el Gobierno Federal disminuyese su demanda de financiamiento, evitándose así presiones ulteriores sobre las propias tasas de interés.

Todo lo anterior redundaría en un mayor gasto interno en consumo e inversión, lo cual induciría, a su vez, un mayor crecimiento económico, empleo y oportunidades de recuperación del salario real.

En consecuencia con lo anterior, el propósito principal del programa monetario del Banco de México para el año pasado fue contribuir a un sustancial abatimiento de la inflación. En la "Exposición sobre la Política Monetaria para 1996" también se consignó que una política monetaria orientada a lograr dicho objetivo, en combinación con las medidas contenidas en la Alianza para la Recuperación Económica (ARE), harían posible alcanzar una tasa real de crecimiento del PIB de más de 3 por ciento.

Los resultados obtenidos permiten concluir que la estrategia aplicada por las autoridades ha sido adecuada. Si no lo fuera, difícilmente el producto interno bruto habría crecido alrededor de 4.5 por ciento en 1996, como lo hacen esperar los datos disponibles. Tampoco la tasa de desempleo abierto habría caído de 5.5 por ciento en diciembre de 1995

a 4.1 por ciento en el mismo mes del año siguiente. Dificilmente, además, la inflación habría descendido en el último año a un nivel que, si bien no fue el que originalmente se pretendía, se situó en cerca de la mitad de lo que fue en 1995.

Un aspecto particularmente satisfactorio durante 1996, fue la evolución de la inversión y el consumo. Ambos componentes de la demanda agregada, aunque en especial la inversión, hicieron contribuciones importantes al crecimiento económico. Por tanto, la recuperación de la actividad económica no se ha sustentado exclusivamente - como a veces se dice - en el gran dinamismo del sector exportador. El repunte de la inversión ha sido posible, en parte, por la reducción gradual que mostraron en 1996 las tasas de interés, tanto nominales como reales. Ello, según se ha explicado, en respuesta a la considerable disminución de las perspectivas inflacionarias y al mantenimiento de la disciplina fiscal.

Durante 1997, el Banco de México, a través de la ejecución de la política monetaria, continuará contribuyendo a que la inflación se reduzca y a que, por consiguiente, las tasas de interés se mantengan en una tendencia declinante que sea sostenible. Esa será la mejor aportación que el instituto emisor pueda hacer al crecimiento económico y al mejoramiento de la distribución del ingreso en el país. La estricta aplicación de la política fiscal también será un factor determinante en la consecución de los resultados deseados.

Con el propósito de facilitar la comprensión del programa monetario para 1997, es pertinente hacer un breve repaso del correspondiente a 1996.

## **II. LA POLITICA MONETARIA EN EL EJERCICIO 1996.**

### *1. Objetivo del Programa Monetario.*

El propósito del programa monetario para 1996 fue el de **contribuir** al abatimiento de la inflación, de casi 52 por ciento en 1995 a 20.5 por ciento en el año siguiente.<sup>1</sup> Esa fue la tasa establecida tanto en la ARE, como en el documento intitulado Criterios Generales de Política Económica, enviado por el Ejecutivo Federal a la H. Cámara de Diputados en noviembre de 1995.

### *2. El Programa Monetario*

Para la elaboración del programa monetario de 1996, el Banco de México estimó mediante modelos econométricos la trayectoria probable de la demanda de base monetaria para el año. Para utilizar estos modelos es necesario adoptar ciertos supuestos en cuanto a la evolución del PIB real, de la inflación y de las tasas de interés. Los supuestos que se adoptaron fueron los que resultaban congruentes con las previsiones de la ARE, en materia de PIB real y de inflación, y del documento “Criterios Generales de Política Económica”, en materia de tasas de

---

<sup>1</sup> Estos porcentajes reflejan la elevación del nivel general de los precios en diciembre del año de que se trate respecto del mismo mes del año inmediato anterior.

interés. De estos ejercicios resultó que el aumento de la base monetaria congruente con esos supuestos sería de 18,000 millones de pesos (m.p.), 27 por ciento del saldo de aquélla al cierre de 1995.

Como se muestra más adelante en este documento, la evolución de la base monetaria durante 1996 se comportó de acuerdo con lo establecido en el programa monetario.

Para la consecución de la trayectoria de la base monetaria prevista para 1996, el Banco de México aplicó las medidas siguientes:

- 1) Ajustar diariamente la oferta de dinero primario<sup>2</sup> con objeto de que ésta correspondiera a la demanda de base monetaria. Al efecto, el Banco: a) abasteció diariamente la demanda de billetes y monedas; b) neutralizó el efecto monetario de los movimientos de la cuenta de la Tesorería de la Federación en este instituto central, así como también el de las variaciones de los activos internacionales netos; y c) compensó en su totalidad el efecto monetario de los apoyos crediticios otorgados al Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) y al Fondo de Apoyo al Mercado de Valores (FAMEVAL).
- 2) Modificar, en su caso, las condiciones de suministro del crédito primario para procurar el orden en los mercados financiero y de cambios. Este fue el expediente utilizado en ciertas ocasiones cuando se juzgó conveniente evitar el surgimiento de espirales especulativas. De no haber sido detenidas éstas,

---

<sup>2</sup> Dinero primario y base monetaria son sinónimos.

habrían acelerado la depreciación de la moneda nacional, generando presiones inflacionarias adicionales y alzas de las tasas de interés mayores a las que entonces se dieron.

Además de establecer un objetivo respecto del crecimiento de la base monetaria, el instituto central determinó límites trimestrales

para las variaciones de su crédito interno.<sup>3</sup> Para fijar dichos límites, se tomaron en cuenta la acusada estacionalidad que muestra durante el año la demanda de base monetaria, así como el aumento mínimo esperado de los activos internacionales netos.

### 3. Ejecución del Programa Monetario para 1996.

La ejecución del programa monetario para 1996 puede ser evaluada a la luz de la evolución de la base monetaria, los activos internacionales netos y del crédito interno neto.

#### *a) Base monetaria.*

Al término de 1996, el saldo de la base monetaria cerró en 83,991 m.p., lo que significó un crecimiento de 17,182 m.p. en relación con su saldo de cierre de 1995. Por tanto, la variación observada de la base para el año fue ligeramente inferior a los 18,000 m.p. anticipados por el Banco de México en su programa monetario.

La variación en el saldo de los billetes y monedas en circulación fue también de 17,182 m.p. La coincidencia entre esta cifra y la correspondiente a la base monetaria se explica porque en el régimen de

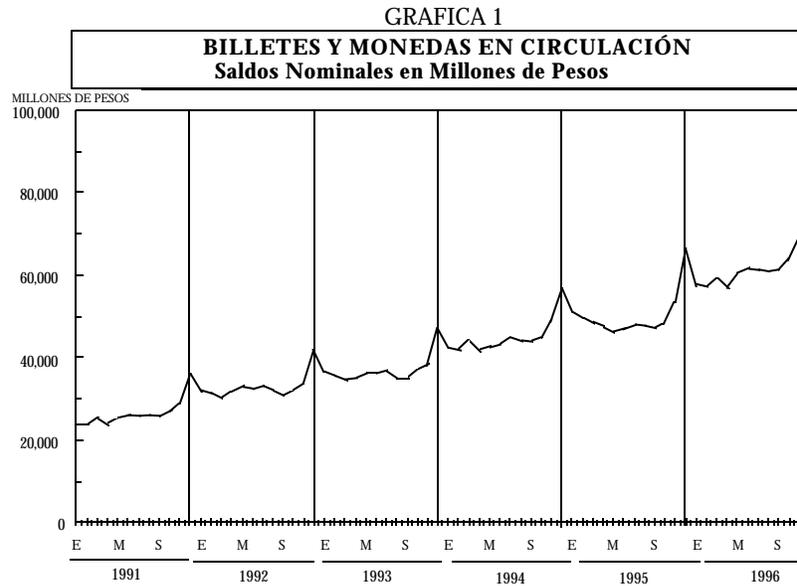
---

<sup>3</sup> En el programa monetario para 1996 el concepto “variación del crédito interno neto” se definió como la variación en la base monetaria menos la variación en los activos internacionales netos. Por estos últimos se entiende el resultado de restar a los activos internacionales brutos, los pasivos del Banco de México a favor del Fondo Monetario Internacional (FMI) y los pasivos de menos de seis meses derivados de convenios con bancos centrales. Las variaciones de los activos internacionales netos se convierten a moneda nacional usando el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación. Esta definición del crédito interno neto es la generalmente utilizada por analistas y se continuará utilizando en el futuro.

encaje promedio cero, los bancos no requieren conservar depósitos en el banco central, salvo para compensar por los sobregiros en que incurran. Así, el comportamiento de la base monetaria en el citado lapso dependió fundamentalmente de la evolución del monto de los billetes y monedas en circulación.

Como es sabido, la demanda de billetes y monedas muestra a lo largo de todos los años una estacionalidad muy marcada. El saldo nominal de los billetes y monedas en circulación tiende a contraerse durante los primeros meses del año para después permanecer relativamente estable hasta finales de octubre. Posteriormente, durante los últimos dos meses del ejercicio se observa una importante expansión de la demanda de billetes y monedas, como consecuencia del pago de aguinaldos y bonos de fin de año y debido a la concentración en esa época de una gran proporción de los gastos de las familias y de las empresas. La fuerte demanda de esos medios de pago que se produce durante el último bimestre de todos los años se revierte, en buena parte, poco antes de que termine diciembre. La demanda de billetes y monedas también observa una estacionalidad identificable durante periodos semanales y quincenales.

Al considerarse el comportamiento en 1996 de los billetes y monedas en circulación, es posible constatar que dicho comportamiento siguió un patrón muy similar al de años anteriores (ver gráfica 1).



b) *Activos internacionales netos.*

En el lapso comprendido del último día de 1995 al cierre de 1996, los activos internacionales netos aumentaron 5,864 millones de dólares<sup>4</sup> (m.d.). Este incremento fue sustancialmente mayor al mínimo previsto en el programa monetario para el año (1,400 m.d.). Varias razones explican esa importante acumulación de activos internacionales: (i) El éxito que ha tenido el Gobierno Federal en la colocación en el exterior de valores públicos; (ii) ingresos netos extraordinarios por operaciones

<sup>4</sup> Esta cifra se refiere a la variación de los activos internacionales netos durante 1996, sin considerar la revalorización de las tenencias de oro y de los pasivos con el Fondo Monetario Internacional. Cabe recordar que existe la convención de revalorizar el equivalente en dólares de las tenencias de oro y de los pasivos con el FMI solamente al cierre de cada año, con base en el precio internacional de dicho metal y del tipo de cambio dólar/DEG vigentes al 31 de diciembre. Si se consideran las revalorizaciones señaladas, los activos internacionales netos aumentaron 6,248 millones de dólares en el año.

con PEMEX, derivados principalmente del aumento del precio de la mezcla mexicana de crudo de exportación; y (iii) la puesta en operación de un mecanismo de opciones que dan derecho a las instituciones de crédito de vender dólares al Banco de México si se satisfacen ciertas condiciones.

c) *Crédito interno neto*

En 1996, el crédito interno neto del Banco de México se mantuvo por debajo de los límites establecidos en el programa monetario para dicho año (ver cuadro 1). En el período enero-diciembre de 1996, el crédito primario mostró una reducción de 28,260 m.p.

CUADRO 1  
**COMPORTAMIENTO DEL CREDITO INTERNO NETO Y DE LOS  
ACTIVOS INTERNACIONALES NETOS DURANTE 1996**  
Flujos Efectivos Acumulados en Millones

TRIMESTRE	VARIACIONES DE ACTIVOS INTERNACIONALES NETOS				VARIACIONES DEL CREDITO INTERNO NETO	
	MINIMAS		OBSERVADAS		LIMITES	OBSERVADAS
	(DOLARES)	(PESOS)*	(DOLARES)	(PESOS)**	(PESOS)	(PESOS)
I	0	0	1,775	13,832	-5,000	-21,141
II	500	3,850	1,631	12,630	-4,050	-17,846
III	1,000	7,770	3,295	25,335	-8,150	-30,504
IV	1,400	10,780	5,864	45,442	7,220	-28,260

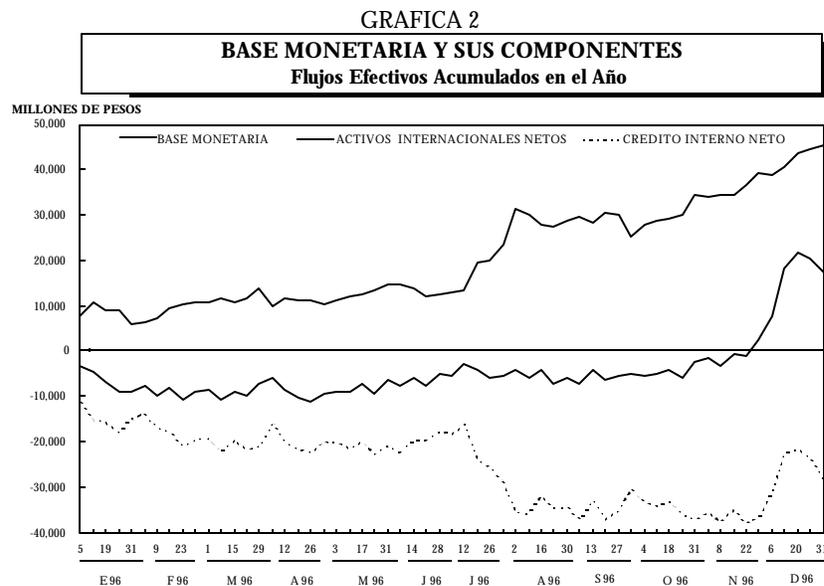
\* Para traducir las cifras en dólares a pesos, se consideró un tipo de cambio promedio para el año de 7.70 pesos por dólar.

\*\*Las variaciones observadas de los activos internacionales netos se tradujeron a pesos al tipo de cambio de las operaciones que generaron dichas variaciones.

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 trayectoria de ese concepto a lo largo del año se explica por la evolución tanto de la base monetaria como de los activos

internacionales netos. En 1996, los activos internacionales netos (expresados en moneda nacional) aumentaron en mayor medida que la propia base monetaria, lo que implicó que el crédito interno neto tuviera que contraerse para conservar a la aludida base monetaria en su trayectoria deseada (ver gráfica 2).

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.



Durante 1996, el Banco de México modificó en algunas ocasiones las condiciones bajo las cuales otorgó su crédito interno neto, con el

propósito, principalmente, de procurar el orden en el mercado cambiario y de dinero.

Es oportuno recordar que el instituto central ha establecido periodos de cómputo de 28 días, en los que conviene a cada banco tratar de que el promedio de los saldos diarios de su cuenta corriente en el instituto emisor resulte cero. Les conviene porque, de resultar negativo ese promedio, el banco en cuestión debe pagar una tasa de dos veces CETES a 28 días por el importe respectivo. De resultar positivo, pierde un rendimiento que pudo haber obtenido de haber invertido los recursos correspondientes.

El Banco de México ofreció a diario crédito a la banca, mediante subasta, para atender la demanda de billetes y monedas, así como para compensar: los vencimientos de créditos que previamente había concedido a dicha banca; los movimientos de la cuenta de la Tesorería de la Federación; y las compras de divisas por la institución resultantes del “esquema de opciones” y de operaciones con PEMEX.

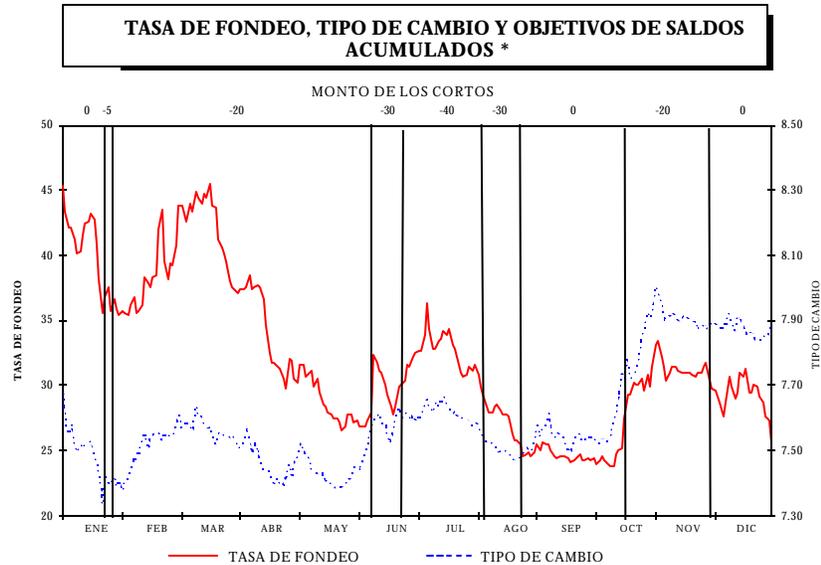
El instituto central fija el monto del crédito a subastar cada día, con miras a que el promedio diario del saldo neto total de las cuentas corrientes de la banca, acumulado durante el período de cómputo respectivo, finalice la jornada en una cantidad predeterminada. Si esa cantidad es negativa, se dice que el Banco de México ha puesto corto al sistema y, si es positiva, se dice que lo ha puesto largo. Se comprenderá que si el instituto central pone corto al sistema, por lo menos alguna institución de crédito tendrá que pagar la tasa de dos veces CETES.

De esta explicación se infiere que el Banco de México proporciona en todo caso el crédito suficiente para atender plenamente la demanda de billetes y monedas, incluso cuando pone corto al sistema. Sólo que en este último caso, parte de su crédito lo otorga a una tasa elevada, mediante el sobregiro resultante en la cuenta corriente de uno o más bancos.

Al poner en corto al sistema, el banco central ejerce cierta influencia al alza de las tasas de interés. El efecto se da, más que otra razón, por la señal que se envía. Considérese que el corto máximo durante 1996, de 40 millones de pesos, representó tan sólo el 0.0006% de la base monetaria promedio en el año. De hecho, parece ejercer más influencia sobre las tasas de interés la modificación de un corto que su existencia misma.

En 1996, el banco central puso corto al sistema algunas veces. Dichos episodios se muestran en la gráfica 3. El Banco de México tomó esta medida cuando juzgó conveniente apoyar un alza de las tasas de interés o contener su descenso, ya sea para impedir el desarrollo de alguna espiral devaluatoria o contrarrestar otras presiones inflacionarias, que llevarían a un aumento ulterior todavía mayor de los intereses. Es paradójico, pero para lograr un descenso sólido de las tasas de interés, que sólo una inflación declinante puede asegurar, es necesario propiciar a veces el aumento temporal de esas tasas.

GRAFICA 3



\* El objetivo de saldos acumulados de las cuentas corrientes de la banca con Banco de México se muestra en la partesuperior de la gráfica, expresados en millones de pesos.

El programa monetario para 1996 también puede ser evaluado desde la perspectiva del cumplimiento de su objetivo primordial: que la política monetaria **contribuyera** al abatimiento de la tasa anual de inflación, de casi 52 por ciento en diciembre de 1995 a 20.5 por ciento en diciembre de 1996.

A este respecto, es pertinente recordar que un banco central, aún contando con la facultad de manejar su propio crédito, no puede controlar directamente la evolución del nivel general de los precios. Su influencia sobre esta variable se da a través del efecto que sus acciones pueden ejercer sobre la demanda agregada, el tipo de cambio y las expectativas. Sin embargo, existe una amplia gama de factores, ajenos a las decisiones de cualquier banco central, que inciden sobre la evolución

de los precios. Entre dichos factores, deben destacarse los ajustes a los precios y tarifas públicos, los aumentos de salarios, las variaciones de los impuestos indirectos, las fluctuaciones de los precios internacionales de las materias primas y la inflación externa. En el caso particular de la economía mexicana, los factores que más afectan la evolución de la inflación y que resultan de decisiones administrativas por lo cual son ajenas al alcance de la política monetaria- son los ajustes abruptos al salario mínimo y a los precios y tarifas públicos. En adición, si se considera que las acciones de política monetaria de un banco central surten efecto sobre la evolución del nivel general de los precios con un cierto retraso, no es posible contrarrestar en el corto plazo los efectos de esos factores sobre la tasa de inflación.

Como es sabido, la variación acumulada del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) durante 1996 fue de 27.7 por ciento, porcentaje superior en 7.2 puntos porcentuales a la inflación prevista en la ARE y en el programa económico para 1996. Los principales elementos que explican la diferencia entre la tasa de inflación observada en 1996 y la acordada en la ARE fueron los siguientes: a) una depreciación del peso durante los últimos meses de 1995 substancialmente mayor a la prevista al momento de celebrarse esa Alianza; b) aplicación hasta los días finales de diciembre de los aumentos de precios contemplados en la primera fase de la ARE, lo cual hizo que éstos incidieran más sobre la inflación de 1996 que sobre la de 1995; c) el aumento del salario mínimo de 12 por ciento decretado en abril, 2 puntos porcentuales mayor al originalmente pactado; d) incrementos substanciales de los precios de algunos

productos agrícolas (tanto bienes finales como insumos) a consecuencia de la sequía que aquejó a gran parte del país durante los primeros meses de 1996 y la pronunciada elevación de los precios internacionales de los granos; y, por último, e) los ajustes efectuados en diciembre de 1996, no previstos en la ARE, a los precios y tarifas públicos y al salario mínimo como parte de las medidas acordadas en la Alianza para el Crecimiento (ACE). Según la mejor estimación posible, los elementos citados explican aproximadamente 5.8 puntos porcentuales de la diferencia de 7.2 puntos porcentuales entre la inflación observada y la prevista en la ARE. Por tanto, en ausencia de esos elementos, la inflación habría sido de 21.9 por ciento. La estimación de la contribución individual de cada elemento a la inflación se consigna en el cuadro 2.

**CUADRO 2**  
**ESTIMACION DEL EFECTO INFLACIONARIO DE LOS DIFERENTES**  
**ELEMENTOS \* QUE EXPLICAN LA DIFERENCIA ENTRE LA**  
**TASA DE INFLACIÓN OBSERVADA EN 1996 Y**  
**EL SUPUESTO DE 20.5 POR CIENTO**

<b>ELEMENTOS</b>	<b>EFECTO SOBRE LA INFLACION DE 1996 (puntos porcentuales)</b>
a) Depreciación del peso durante los últimos meses de 1995 mayor a la prevista	0.7
b) Aplicación hasta los días finales de diciembre de los aumentos de precios contemplados en la primera fase de la ARE	0.4
c) El aumento de 12% en abril del salario mínimo - incremento 2 puntos porcentuales mayor al originalmente pactado	0.8
d) Incrementos substanciales de los precios de algunas mercancías agropecuarias (tanto bienes finales como insumos), consecuencia de la sequía de los primeros meses de 1996 y de la elevación de los precios internacionales de los granos	2.0
f) Los ajustes de diciembre de 1996 a precios y tarifas públicos y al salario mínimo como parte de las medidas contempladas en la Alianza para el Crecimiento	1.9
g) Otros	1.4
<b>T o t a l</b>	<b>7.2</b>

\* La estimación del impacto sobre la inflación de 1996 de los elementos citados, incluye las repercusiones inflacionarias tanto directas como indirectas.

### III. PROGRAMA MONETARIO PARA 1997.

#### *1. Objetivo del Programa.*

El objetivo primordial del programa monetario de 1997 es **coadyuvar** al abatimiento de la tasa de inflación a 15 por ciento. Este porcentaje se refiere a la elevación del nivel general de los precios en diciembre de 1997 respecto al del mismo mes del año inmediato anterior. Una política monetaria orientada a lograr dicho objetivo, en combinación con las medidas previstas en la Alianza para el Crecimiento y en el documento del Ejecutivo Federal denominado Criterios Generales de Política Económica, harán probable un incremento real del PIB en 1997 superior al 4 por ciento.

#### *2. Algunas Consideraciones Preliminares.*

El atributo principal que distingue a un banco central de cualquier otro intermediario financiero, es la capacidad que tiene de crear dinero en forma ilimitada. El instituto emisor crea dinero cuando otorga crédito o compra divisas a la banca. Ello, toda vez que el importe de las operaciones respectivas es abonado en las cuentas corrientes que los bancos<sup>5</sup> mantienen en el instituto central, contra las cuales los bancos pueden girar para hacer retiros de billetes o monedas que el propio

---

<sup>5</sup> Tanto comerciales como de desarrollo.

instituto central emite<sup>6</sup>. Lo anterior muestra que un banco central, para otorgar crédito, no necesita haber captado previamente recursos del público o contar con capital propio, como sucede en el caso de otras entidades. De ahí que al dinero emitido por el banco central se le conozca como dinero primario o base monetaria.

La facultad exclusiva de crear dinero debe ejercerse de una manera prudente. De lo contrario puede generar presiones inflacionarias o contracciones dañinas para la economía. En países como México, con un historial inflacionario considerable, el proceso de transmisión de un exceso de oferta de base a una mayor inflación es sumamente rápido. Esto, por virtud del ajuste de las expectativas inflacionarias. Un fortalecimiento de éstas da lugar usualmente a depreciación cambiaria, elevación de las tasas de interés, salarios nominales más altos y reetiquetación de los precios de bienes y servicios.

De ahí que el Banco de México, al diseñar su programa monetario para 1997, haya hecho un especial esfuerzo para encontrar una fórmula que ofrezca las mayores seguridades de que no creará un exceso de base monetaria.

El Banco de México tratará de no generar a través de sus operaciones, saldos acumulados positivos en el conjunto de las cuentas corrientes que lleva a las instituciones de crédito. Para un mejor entendimiento de este propósito, cabe recordar que en el régimen de encaje promedio cero actualmente en vigor, los bancos no requieren de,

---

<sup>6</sup> El dinero emitido por el banco central se destruye por las operaciones inversas, es decir, el cobro de crédito o la venta de divisas por parte del instituto central a la banca, en cuyo caso se carga a las citadas

ni tienen incentivos para, conservar depósitos en el banco central, salvo para compensar los sobregiros en que incurran. Por tanto, si en algún día en particular el Banco de México saliera a operar con un objetivo positivo de saldos acumulados para el sistema en su conjunto, revelaría su intención de producir un exceso de oferta de dinero. Para evitar esta señal, el Banco de México asume el compromiso señalado.

Al procurar igualar diariamente el monto de base ofrecido con la cantidad demandada, el Banco de México podría, eventualmente, estar satisfaciendo una demanda de dinero congruente con un patrón de inflación superior al deseado. Para detectar tal situación, el banco compara continuamente la trayectoria observada de la base con la trayectoria que en principio es coherente con el supuesto de inflación para el año. Como se ha explicado, el Banco de México estima esta trayectoria con fundamento en los pronósticos para el año de crecimiento económico, tasas de interés e inflación. Además, considera la acusada estacionalidad de la demanda de billetes y monedas.

Para que el público pueda contar con un elemento más de información y análisis en 1997, el Banco de México ha decidido 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.

La estimación de la citada trayectoria se efectuó con base en modelos econométricos. Se debe tener presente que ningún modelo

---

cuentas corrientes o el instituto central recibe billetes y monedas de la banca.

econométrico puede dar un pronóstico exacto, entre otras razones, porque los supuestos utilizados no necesariamente se dan en la realidad, menos aún con precisión. Por estas razones, se debe esperar que prácticamente todos los días, se produzcan desviaciones de la trayectoria observada de la base monetaria respecto de la estimada. Según los modelos utilizados, la desviación estándar de los errores de estimación es de 2.6 por ciento, que equivale a un intervalo de aproximadamente más/menos 2,700 m.p. alrededor del pronóstico puntual para el cierre de 1997.

Cabe advertir que no toda desviación que surja entre la trayectoria real de la base y la pronosticada producirá necesariamente un ajuste de política monetaria. Si la trayectoria observada se coloca por encima de la pronosticada debido a circunstancias que implican presiones inflacionarias adicionales, será de esperarse que el Banco de México adopte una postura restrictiva. Sin embargo, es posible que la desviación sea resultado de los errores inevitables que se producen en toda estimación econométrica o de que uno o más de los supuestos respecto de crecimiento del PIB, evolución de las tasas de interés o remonetización no se realicen. Si en tales casos la demanda de base resulta mayor que la esperada, no habrá razón para inducir la contracción de ésta mediante tasas de interés más elevadas. En esta situación el mayor monto de la base no sería señal de la presencia de un excedente monetario conducente a una elevación más acelerada de los precios.

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 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.

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 determinación 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, principalmente. Por otra parte, el aumento mínimo de los activos internacionales netos 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.

La Comisión de Cambios, integrada por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México, ha estimado que la disponibilidad de un monto mayor de activos internacionales contribuirá a que México obtenga mejores condiciones en cuanto al costo y el plazo del financiamiento externo. Es por esto que parte integral del programa monetario para 1997 es un compromiso de acumulación mínima de activos internacionales netos.

El último componente del programa monetario para 1997 es un criterio adicional, ya utilizado en el pasado para la ejecución de la política monetaria. Este criterio consiste en que el Banco de México podrá variar las condiciones de suministro de su crédito interno poniendo, en su caso, corto al sistema bancario, con el objeto de procurar el orden en los mercados cambiario y de dinero. Además, como ya se ha mencionado, el instituto central también procederá a poner corto al sistema si considera que ello es necesario para que la evolución de la base monetaria se mantenga sin desviación indeseable respecto de la trayectoria de dicha base congruente con el supuesto de abatimiento de inflación para el año.

### 3. **Elementos de la Política Monetaria para 1997.**

(a) Trayectoria esperada de la base monetaria. Con fundamento en los pronósticos para 1997 de crecimiento económico, tasas de interés e inflación, y teniendo en cuenta la acusada estacionalidad de la demanda de billetes y monedas en circulación, el Banco de México ha estimado una trayectoria de la base monetaria. Dicha trayectoria se presenta en la gráfica 4 y en el cuadro que aparece en el anexo I.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> La comparación de la trayectoria de base monetaria estimada para 1996 con la observada se reporta en el anexo II.



\* Las cifras correspondientes a los primeros 27 días de enero son observadas.

De acuerdo con el programa económico para 1997, es de esperar una importante caída 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 1997 se anticipa alguna remonetización. Es pertinente señalar la probabilidad de que la citada remonetización se realice durante el año, al no haber ocurrido en 1996. Al respecto, es de considerar que ciertas variables responden con rezagos a los factores que las mueven.

El Banco de México estima que durante 1997 la base monetaria aumente 24.5 por ciento respecto de su monto al cierre de 1996. El crecimiento esperado de la base es superior al resultado de combinar las proyecciones para 1997 del crecimiento real del PIB (4.5 por ciento)<sup>8</sup> y de la inflación (15 por ciento), en virtud de una remonetización del orden de 3.6 por ciento del monto de la base al cierre de 1996 (83,991 m.p.). Si a dicho monto se le aplica la tasa de crecimiento esperada de la base durante 1997 (24.5 por ciento), se obtiene un flujo anual de 20,580 m.p., que a su vez da lugar a un saldo de 104,570 m.p. al cierre de 1997. Como todo pronóstico, éste tiene un margen de error. El intervalo de confianza para la cifra del saldo de la base monetaria al cierre de 1997, tomando una desviación estándar de los residuales del modelo estimado, es de 107,290 m.p. a 101,851 m.p.

(b) Acumulación de activos internacionales netos. El Banco de México se propone aumentar sus activos internacionales netos cuando menos por 2,500 millones de dólares durante 1997. La citada acumulación resultará de las transacciones cambiarias que el Banco de México efectúa habitualmente con el sector público y del ejercicio de las opciones de venta de divisas al instituto central que se subastan mensualmente entre las instituciones de crédito. El ejercicio de estas opciones favorece las ventas de divisas de las instituciones de crédito al instituto emisor cuando el mercado está ofrecido y las inhibe cuando está demandado, además de

---

<sup>8</sup> Esta cifra se refiere tanto al crecimiento del PIB promedio en 1997, como al que se espera del cuarto trimestre de 1996 al cuarto trimestre del año en curso.

que no altera la naturaleza del régimen vigente de flotación, una de cuyas características principales es no predeterminar el nivel del tipo de cambio.

(c) Límites trimestrales a la expansión del crédito interno del banco central. El crédito interno se define como la base monetaria menos los activos internacionales netos. Por tanto, el límite al crecimiento del crédito interno neto para 1997 resultará de la diferencia entre la variación esperada de la base monetaria para el año y el equivalente en moneda nacional de la acumulación de activos internacionales netos. A fin de propiciar el aumento mínimo de activos internacionales netos referido en el punto inmediato anterior, se ha estimado conveniente establecer límites trimestrales al crecimiento del crédito interno neto. Al fijarlos, se ha considerado la estacionalidad de la demanda de base monetaria y las variaciones mínimas esperadas de los activos internacionales netos en cada etapa del año. Dichos límites se presentan en el cuadro 3.

CUADRO 3  
**LIMITES TRIMESTRALES A LAS VARIACIONES  
 DEL CREDITO INTERNO NETO EN 1997**  
 Flujos Efectivos Acumulados en Millones

	AUMENTOS MINIMOS DE LOS ACTIVOS INTERNACIONALES NETOS		BASE MONETARIA	LIMITES A LAS VARIACIONES DEL CREDITO INTERNO NETO**
	DOLARES (1)	PESOS * (2)	PESOS (3)	PESOS (3) - (2)
I	2,000	17,060	-6,500	-23,560
II	2,200	18,766	-6,800	-25,566
III	2,400	20,472	-7,600	-28,072
IV	2,500	21,325	20,580	-745

\* Se considera un tipo de cambio promedio par el año de 8.53 pesos por dólar.

\*\* El limite se refiere a que el crédito interno caerá por lo menos en el monto señalado.

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.

(d) Criterios para la ejecución de la política monetaria.

Primero: el Banco procurará mantener la evolución de la base monetaria sin desviación indeseable respecto de la trayectoria de dicha base consignada en la gráfica 4.

Segundo: el Banco propiciará el orden en los mercados cambiario y de dinero. Para estos efectos, el instituto central podrá variar las

condiciones de suministro de su crédito interno, poniendo en corto al sistema bancario. Esto significa que, en su caso, una pequeña parte del crédito total que el Banco Central proporciona al sistema, la otorgaría a una tasa de dos veces la de CETES de 28 días. Una vez disipadas las condiciones causantes de estos ajustes de la política monetaria, el Banco de México regresaría a una postura de neutralidad.

Para atender a los criterios anteriores, el instituto emisor, como regla general, ajustará diariamente la oferta de dinero primario tratando de que dicha oferta corresponda justamente a la demanda de base monetaria. Cualquier error en la estimación de la demanda de base será corregido mediante las operaciones inmediatas siguientes que el Banco lleve a cabo en el mercado monetario.

De lo anterior se infiere que el instituto central evitará saldos acumulados positivos en el conjunto de las cuentas corrientes que lleva a las instituciones de crédito y que sólo actuará para que se produzcan saldos negativos, si ello es conveniente para la observancia de uno o los dos criterios antes señalados.

**ANEXO I**  
**PROGRAMA MONETARIO PARA 1997**  
Pronóstico de los Saldos Diarios de la Base Monetaria

## (Miles de Millones de Pesos )

1997						
Días	ENE*	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN
1	84.0	75.3	74.8	75.2	74.5	76.6
2	83.5	75.3	74.8	73.9	75.3	75.5
3	82.9	74.2	73.9	73.9	75.3	74.0
4	82.9	73.0	72.6	73.8	75.3	73.3
5	82.9	73.0	72.2	73.8	75.3	74.2
6	80.8	73.3	73.0	73.8	73.3	74.6
7	79.0	73.6	73.3	72.2	72.3	74.6
8	77.9	73.6	73.3	70.8	72.9	74.6
9	77.9	73.6	73.3	70.4	73.2	73.5
10	78.4	72.4	72.4	71.6	73.2	72.6
11	78.4	71.4	71.6	72.9	73.2	73.0
12	78.4	71.9	72.2	72.9	72.4	75.4
13	78.2	74.0	74.4	72.9	71.9	76.6
14	78.4	75.1	75.6	73.2	73.0	76.6
15	78.4	75.1	75.6	72.9	74.4	76.6
16	78.8	75.1	75.6	72.8	75.0	75.6
17	78.8	74.0	74.6	73.6	75.0	74.5
18	78.8	72.7	73.7	73.8	75.0	74.1
19	78.8	72.1	74.2	73.8	73.7	75.0
20	77.5	72.8	75.8	73.8	72.3	75.5
21	75.6	73.1	75.8	72.7	72.0	75.5
22	74.4	73.1	75.8	71.6	72.7	75.5
23	74.4	73.1	75.8	71.3	73.0	74.4
24	74.5	72.0	75.4	72.3	73.0	73.5
25	74.5	71.1	76.7	73.1	73.0	73.7
26	74.5	71.6	79.2	73.1	72.2	75.5
27	73.5	73.7	79.2	73.1	71.7	77.4
28	72.8	74.8	79.2	72.8	72.6	77.4
29	73.0		79.2	73.6	75.4	77.4
30	74.4		79.2	74.5	76.6	77.2
31	75.3		77.5		76.6	

\* Los primeros 27 días del mes de enero son datos observados.

**ANEXO I (Cont.)**  
**PROGRAMA MONETARIO PARA 1997**  
Pronóstico de los Saldos Diarios de la Base Monetaria  
(Miles de Millones de Pesos )

1997						
Días	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
1	76.2	78.5	77.0	76.4	80.3	84.9
2	75.8	78.5	75.7	77.1	80.3	84.5
3	76.4	78.5	75.0	77.4	79.5	85.6
4	76.8	77.2	75.5	77.4	78.4	89.4
5	76.8	75.7	75.9	77.4	78.1	91.9
6	76.8	75.2	75.9	76.3	79.1	91.9
7	75.6	75.8	75.9	75.2	79.6	91.9
8	74.4	76.1	74.6	74.9	79.6	92.8
9	74.3	76.1	73.5	75.9	79.6	95.8
10	75.4	76.1	73.5	76.8	78.8	102.6
11	76.7	74.9	75.8	76.8	78.1	107.1
12	76.7	74.0	78.2	76.8	78.9	107.1
13	76.7	74.4	78.2	76.5	81.3	107.1
14	77.0	76.5	78.2	76.9	82.6	107.1
15	76.6	77.6	77.9	77.4	82.6	106.5
16	76.6	77.6	77.9	78.5	82.6	105.8
17	77.3	77.6	77.6	78.9	81.8	106.6
18	77.6	76.4	77.5	78.9	80.9	110.1
19	77.6	75.0	77.1	78.9	80.7	112.0
20	77.6	74.4	77.1	77.7	80.7	112.0
21	76.4	75.0	77.1	76.6	81.3	112.0
22	75.2	75.2	75.9	76.3	81.3	111.0
23	74.9	75.2	74.6	77.2	81.3	110.7
24	75.7	75.2	74.4	77.6	80.0	111.0
25	76.3	74.0	75.4	77.6	79.2	111.0
26	76.3	73.0	76.6	77.6	79.9	110.1
27	76.3	73.4	76.6	76.8	83.0	110.1
28	75.6	75.7	76.6	76.0	85.0	110.1
29	75.3	77.0	76.9	76.7	85.0	107.5
30	76.4	77.0	76.4	79.0	85.0	105.6
31	78.1	77.0		80.3		104.6

## ANEXO II EVOLUCIÓN DE LA BASE MONETARIA EN 1996

