

# Política Monetaria

---

Programa para 1999



BANCO DE MEXICO

ENERO DE 1999

---

**BANCO DE MÉXICO**

JUNTA DE GOBIERNO

**GOBERNADOR**

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

**SUBGOBERNADORES**

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN 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 1999.

## Índice

---

I.	Introducción	9
II.	1998: Un año complicado para el abatimiento de la inflación	11
II.1	Entorno externo: desfavorable en extremo	11
II.2	Actividad económica: alentadoramente robusta	15
II.3	Choques inflacionarios	20
II.4	Reacción de la política monetaria a los choques inflacionarios	26
	a) Base monetaria	30
	b) Activos internacionales netos	31
	c) Crédito interno neto	33
III.	Perspectivas para 1999	35
IV.	Programa monetario para 1999	40
IV.1	Objetivo del programa	40
IV.2	Algunas consideraciones preliminares	40
IV.3	Elementos del programa monetario	43
V.	Consideraciones finales	50
VI.	Anexo	54



## I. Introducción

---

El propósito fundamental del programa monetario del Banco de México para 1999 es el de contribuir a la reducción de la inflación. La insistencia del Banco 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, derivada tanto de la experiencia propia como de otros países, que señala que el aumento persistente y errático de los precios produce consecuencias muy perjudiciales sobre el desempeño de las economías y sobre el bienestar material de la población. Entre los efectos indeseables que genera la inflación, destacan los que causa sobre el crecimiento económico, la distribución del ingreso y el poder adquisitivo de los salarios.

Durante 1998, la economía mexicana tuvo, en general, una evolución favorable, sobre todo si se considera el adverso entorno externo que se enfrentó. Las principales perturbaciones del exterior consistieron en una pronunciada caída del precio del petróleo; un deterioro importante de los términos de intercambio del país; un menor crecimiento económico en el mundo; y una fuerte contracción de los flujos de capital del exterior. En buena medida, esto último fue consecuencia de la gran volatilidad observada en los mercados financieros internacionales, producto de una crisis global que ha sido calificada como la más severa de los últimos 50 años.

La política económica adoptada en 1998 permitió que los choques del exterior pudieran ser absorbidos, sin afectar de manera significativa a la actividad productiva y a la posición externa de la economía mexicana. Sin embargo, como parte del ajuste ante las perturbaciones aludidas, la moneda nacional se depreció sustancialmente. Ello redundó en un aumento de la inflación de 1998 por arriba de la registrada en 1997, y en una desviación respecto de su objetivo de más de seis puntos porcentuales –a pesar de que el Banco de México restringió repetidamente la política monetaria durante el año–. La Junta de Gobierno de este instituto central encuentra altamente insatisfactorio este resultado, por lo que juzga urgente que se recupere la tendencia descendente del ritmo de crecimiento de los precios que se había observado en 1996 y 1997. De ahí que el Banco de México procurará, a través del manejo ordenado de la política monetaria, una pronta inflexión en la tendencia de la inflación, de tal forma que se pueda alcanzar el objetivo establecido para 1999.

El diseño del programa monetario para el año en curso, ha requerido tomar en cuenta tanto la inercia inflacionaria heredada de 1998, como las medidas de política monetaria adoptadas en ese periodo, sobre todo las que se encuentran aún en vigor. Por tanto, antes de presentar el programa, en las siguientes secciones se hace un breve recuento de lo sucedido en el frente inflacionario durante el año pasado y de las reacciones consecuentes de la política monetaria, enmarcando el análisis en el entorno externo relevante. También se hace un breve repaso de la evolución de la economía del país durante 1998. A continuación se presentan las perspectivas del escenario externo para 1999, el cual sin duda luce complicado. Empero, en esa misma sección se destaca la solidez actual de la economía mexicana, la cual se ha venido forjando en los últimos años, en parte como respuesta a las acciones de política fiscal y monetaria que se han aplicado precisamente en previsión de tiempos difíciles. Esto da entrada a una descripción detallada del programa monetario para 1999. La exposición cierra con una serie de consideraciones que reiteran la necesidad y la viabilidad de la estabilización.

## II.

### 1998: Un Año Complicado para el Abatimiento de la Inflación

---

#### II.1 Entorno Externo: Desfavorable en Extremo

---

El entorno externo en el que se desarrolló la economía mexicana durante 1998 fue sumamente adverso, a la vez que sorpresivo. Si bien desde finales de 1997 se previó que la crisis de los países asiáticos podría tener consecuencias nocivas sobre la economía mexicana, derivadas sobre todo de la caída de los precios del petróleo y de la reducción de los flujos de capital del exterior, prácticamente nadie anticipó la intensidad y las secuelas de esta problemática.

Durante el primer trimestre, el factor más relevante fue la profundización de las dificultades en Asia. A pesar de que la situación en los países más afectados por la turbulencia iniciada a mediados de 1997 tendió a estabilizarse, esto no ocurrió sino hasta después de un periodo de incertidumbre y volatilidad financiera relativamente prolongado, y de una desaceleración económica mayor a la anticipada. Las principales razones de lo anterior fueron el tiempo requerido para acordar las condiciones para obtener asistencia financiera, y las dificultades políticas que la instrumentación de las medidas correctivas ocasionaron al interior de cada nación. Estas circunstancias afectaron negativamente a otras economías, tanto emergentes como desarrolladas.

Uno de los países que más se vio impactado por los acontecimientos financieros que comentamos fue Japón. La economía japonesa se encuentra sumida en una recesión, en buena parte debido a la crisis bancaria que padece. La situación económica de Japón ha inducido una contracción significativa de las importaciones de ese país, lo cual ha incidido a su vez sobre las exportaciones de otros países, particularmente de los asiáticos. Por otra parte, la debilidad de las instituciones financieras japonesas trajo como consecuencia una fuerte contracción de los recursos canalizados hacia el resto de Asia y, por consiguiente, presiones devaluatorias sobre las divisas de la región, destacando el caso de las monedas de China y Hong Kong, situación que a la fecha continua siendo materia de preocupación.

Uno de los efectos más importantes de la disminución en el ritmo de crecimiento de las economías asiáticas, ha sido el reforzamiento de la tendencia a la baja de los precios del petróleo, que se venía observando desde mediados de 1997. De hecho, el precio de la mezcla mexicana llegó a

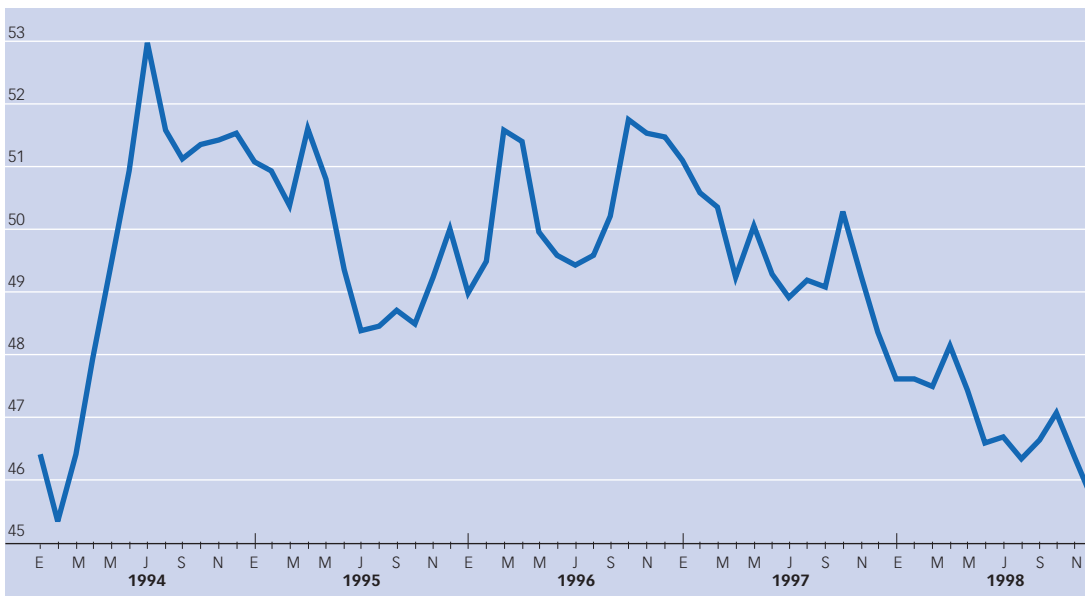


cotizarse a menos de siete dólares por barril, su nivel más bajo en más de veinte años, ejerciendo fuertes presiones sobre las finanzas públicas del país. Los precios de otras materias primas también se redujeron, e incluso los precios internacionales de productos manufacturados sufrieron caídas importantes. Además, la desfavorable evolución de los precios de buena parte de las mercancías de exportación mexicanas se vio acentuada durante la segunda parte de 1998 por un menor ritmo de actividad económica en Latinoamérica y en Estados Unidos. Por el efecto convergente de todos estos factores, durante 1998 los términos de intercambio de México se deterioraron en 5.5 por ciento (ver gráfica 1).

**Gráfica 1**

**Índice de Términos de Intercambio en Dólares**

Base 1980 = 100



La inestabilidad de los mercados financieros internacionales, iniciada a mediados de 1997, se intensificó en agosto de 1998 con la decisión del gobierno ruso de devaluar su moneda y declarar una moratoria unilateral sobre el pago de sus obligaciones, internas y externas. Las dificultades de pago de Rusia, que tuvieron su origen en desequilibrios fiscales persistentes a través de varios años, se vieron particularmente afectadas por el contagio de la crisis asiática, la cual contribuyó a acelerar el proceso de deterioro ya latente en la economía rusa. Al igual que en otros países, una vez estallada la crisis en Rusia también se presentó un periodo prolongado de inestabilidad política, motivado por las dificultades para instrumentar las reformas correctivas necesarias.

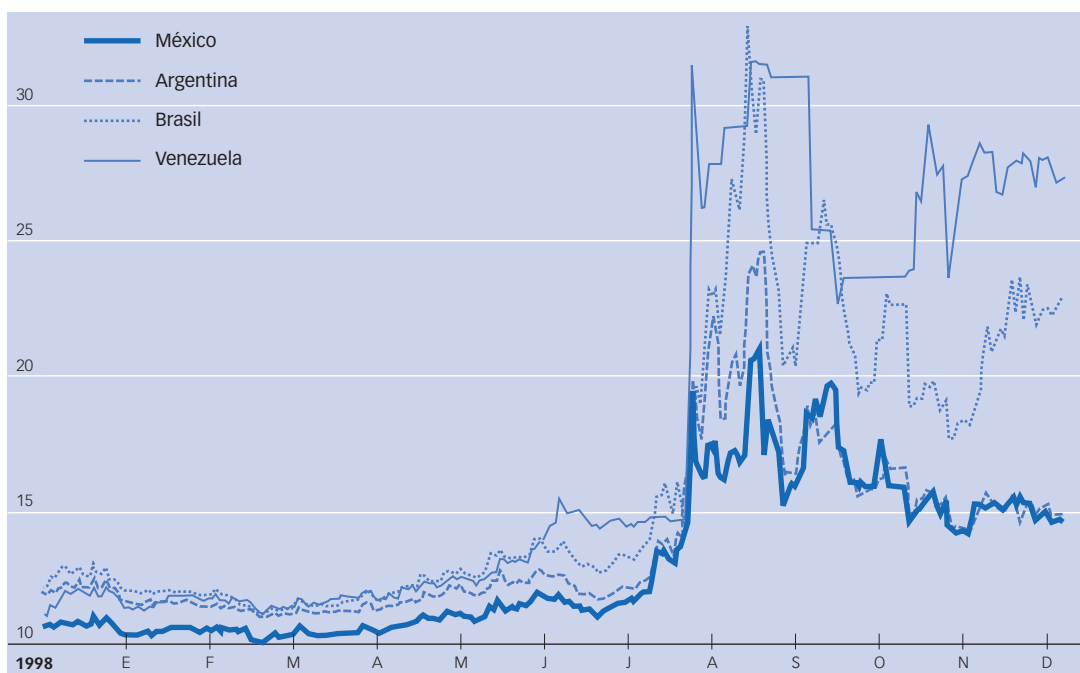
El colapso de la economía rusa fue muy perjudicial para los mercados financieros internacionales. Su consecuencia más seria fue que indujo un cambio cualitativo muy importante en la forma con la que evalúan el riesgo soberano los participantes en dichos mercados. Al no habersele extendido a Rusia un apoyo internacional efectivo, se rompió con una falsa sensación de seguridad que existía en cuanto a invertir en una gama diversa de países, en particular en los que intrínsecamente se encuentran débiles. Esta situación, junto con la imposición de controles de capital por parte de Malasia, provocó que los inversionistas internacionales mostraran una acentuada aversión respecto a los mercados de economías emergentes.

Como consecuencia lógica de lo anterior, se desataron salidas de capital de las economías emergentes (principalmente en los meses de agosto y septiembre de 1998), en particular de aquéllas con finanzas públicas desequilibradas, sistemas financieros débiles y regímenes de tipo de cambio predeterminados. El fenómeno afectó en lo particular a Latinoamérica: Ecuador y Colombia tuvieron que devaluar, mientras que las monedas de Brasil y Venezuela sufrieron grandes presiones. Según se recordará, el peso mexicano también se depreció sustancialmente a finales de agosto y septiembre, en particular debido a que nuestros mercados de cobertura cambiaria representaron, a los ojos de muchos e importantes inversionistas extranjeros, un vehículo apropiado para cubrir los riesgos de una posible devaluación del real brasileño<sup>1</sup>.

Una manifestación del deterioro de las expectativas de los mercados financieros internacionales respecto al futuro de las economías emergentes, a partir de finales de agosto, se ilustra en la gráfica 2. Ahí se muestra el considerable ajuste alcista que experimentó el rendimiento neto de los bonos Brady a descuento de varias economías. Como era de esperarse, el ajuste fue mayor en el caso de aquéllos países (Brasil y Venezuela) que se vieron aquejados por mayores presiones, derivadas de desequilibrios macroeconómicos y de incertidumbre política.

La crisis llegó a su momento de mayor tensión durante septiembre, cuando las enormes pérdidas que sufrieron los inversionistas por la gran volatilidad en los mercados emergentes dieron lugar a una importante contracción de la liquidez. Los recursos se canalizaron a activos de los considerados “seguros”, cualidad que en ese momento sólo parecían cumplir

1. Algunos inversionistas estimaron que si el real brasileño se llegara a devaluar, la cotización del peso se “contagiaría”, razón por la cual se daría una depreciación de la moneda nacional (cosa que no sucedió del todo en enero de 1999 cuando en efecto flotó el real). Con ese supuesto, la venta del peso a futuro o mediante opciones sería una buena cobertura ante una depreciación del real. El tipo de cambio al contado del peso en relación con el dólar se vio afectado, pues las instituciones financieras mexicanas, que fueron la contraparte de las citadas operaciones de cobertura, a su vez equilibraron su posición comprando dólares contra pesos en el mercado spot.

**Gráfica 2****Rendimiento Neto de Bonos Brady a Descuento para Algunos Países Latinoamericanos**

Fuente: Bloomberg

los instrumentos de deuda emitidos por países desarrollados. Esta situación llegó a causar la quiebra de algunos fondos de inversión (de los llamados “hedge funds”) en Estados Unidos, y motivó que se cuestionara la solidez de los bancos con exposición al riesgo en países emergentes. Estas instituciones reaccionaron reduciendo las líneas de crédito abiertas a esos países, haciendo su situación aún más difícil. El caso más agudo fue el de Brasil, cuya moneda estaba enfrentando un fuerte ataque especulativo. En esos momentos, la crisis financiera internacional fue calificada como la más seria de los últimos 50 años.

La situación se distendió a principios de octubre, una vez que la Junta de la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió relajar su postura monetaria. En Brasil, el Presidente Cardoso fue reelecto, y anunció un paquete de ajuste económico avalado por el Fondo Monetario Internacional, otras instituciones financieras internacionales y el Banco de Pagos Internacionales. Asimismo, las agencias multilaterales y los países del G-7 actuaron rápidamente para aligerar, cuando menos parcialmente, la gran contracción del crédito que se dio en los mercados internacionales.

De lo expuesto se deriva que el canal de transmisión de la crisis que resultó más importante, fue aquél que operó a través de los flujos de capital.

Así, la incertidumbre causada por la crisis asiática y demás acontecimientos, generó una contracción importante en los movimientos de recursos hacia los mercados emergentes. En México, la situación descrita se reflejó en una depreciación considerable del tipo de cambio de la moneda nacional. A su vez, ello incidió en una inflación mayor a la prevista; expectativas inflacionarias más elevadas; alza de las tasas de interés; y una incipiente desaceleración de la actividad económica. En respuesta a estos eventos, en el transcurso del año el Banco de México ajustó varias veces su política monetaria.

## **II.2 Actividad Económica: Alentadoramente Robusta**

---

Durante 1998, la economía mexicana logró avances en distintos rubros, incluyendo un elevado ritmo de crecimiento de la producción, que propició un aumento significativo de la ocupación y que estuvo acompañado de mejorías en las remuneraciones reales de los trabajadores.

Las perturbaciones provenientes del exterior constituyeron el factor que más afectó la evolución de los distintos indicadores económicos, en particular de las variables nominales como el tipo de cambio, las tasas de interés y, por supuesto, la tasa de inflación. La política económica, en particular la fiscal y la monetaria, estuvo orientada a varios fines: mitigar la inestabilidad macroeconómica causada por las turbulencias externas; moderar las presiones inflacionarias; y mantener la viabilidad de las cuentas con el exterior. Así, se crearon condiciones que permitieron sostener el ritmo de crecimiento económico.

El aspecto más destacado de la evolución de la actividad económica en 1998 fue el alto crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) real, no obstante las difíciles condiciones mencionadas. En los primeros tres trimestres de 1998, el PIB real registró un crecimiento anual acumulado de 5.3 por ciento. Esto prolonga una expansión que arrancó al final de 1995, y debe considerarse un resultado muy positivo, tanto por la situación externa ya referida, como en comparación con el desempeño del resto de las economías, tanto industriales como en desarrollo. Sin embargo, en el cuarto trimestre del año la actividad económica se desaceleró, en respuesta tanto a la menor disponibilidad de recursos para financiar el gasto interno, así como a la debilidad de la demanda externa que afectó a las exportaciones. Se estima que el PIB real haya aumentado 4.8 por ciento en 1998.

El año pasado, el gasto privado de inversión constituyó el componente más dinámico de la demanda agregada. En los primeros tres trimestres, el rubro en cuestión creció 19.9 por ciento en términos reales en

relación con el mismo periodo del año precedente. Todos los componentes de la inversión fija bruta total presentaron aumentos, sobresaliendo el correspondiente al gasto real en maquinaria y equipo. No obstante, para el cuarto trimestre del año se estima una desaceleración de este componente del gasto, en buena medida como reacción a la expectativa de un menor crecimiento económico en 1999, la restricción de recursos del exterior y las mayores tasas de interés. Se estima que en todo el año la inversión privada haya aumentado 17.2 por ciento, lo que representa la segunda tasa anual más alta observada en los últimos dieciocho años.

Otro elemento a destacar fue el aumento del consumo privado, que resultó de 7.9 por ciento anual en los primeros tres trimestres del año. Este comportamiento hizo posible un incremento importante del consumo per cápita, que superó al correspondiente del PIB, y condujo a una reducción de la tasa de ahorro interno. El gasto de consumo de los hogares en bienes durables fue más acelerado que el destinado a los no durables y a los servicios.

Por otra parte, cabe mencionar la contracción en términos reales del gasto público en consumo e inversión, en respuesta al impacto sobre los ingresos fiscales originado por la caída del valor de las exportaciones petroleras. En los primeros tres trimestres de 1998, dicho gasto se contrajo 4.5 por ciento con relación al mismo periodo del año precedente. La caída más severa se registró en la formación bruta de capital, que se redujo 13.0 por ciento, en contraste con la baja del consumo, que fue de 1.9 por ciento.

Con todo, es oportuno mencionar que los ajustes presupuestales llevados a cabo para amortiguar las consecuencias de la perturbación petrolera fueron oportunos y exitosos. De no haberse modificado la política fiscal en respuesta al desplome del precio del petróleo, el sector público hubiera tenido que recurrir al financiamiento interno –al no haber amplias oportunidades de financiamiento externo–, desplazando al sector privado del mercado crediticio nacional mediante las altas tasas de interés reales que hubieran resultado. También es posible que el tipo de cambio se hubiera depreciado más, dando lugar a una mayor inflación y, de manera indirecta, al uso del impuesto inflacionario.

Así pues, al procurar absorber la totalidad del quebranto petrolero en este año mediante medidas fiscales restrictivas, el sector público no tuvo que recurrir a financiamiento adicional, se evitó utilizar el impuesto inflacionario y, en consecuencia, se mitigó el impacto del choque sobre el crecimiento económico. De aquí se desprende un mensaje por demás importante: el causante de los trastornos económicos fue la perturbación inicial y no la

respuesta de política. Esta no puede evitar o anular los choques; sólo puede procurar que la economía los asimile al menor costo social posible.

En adición al ajuste fiscal, otros factores también contribuyeron a que el descalabro petrolero no causara un problema de balanza de pagos. Entre ellos, se puede mencionar la gran diversificación de nuestras exportaciones (las petroleras ahora representan alrededor del 6 por ciento del total); el monto de nuestros activos internacionales; la libre determinación del tipo de cambio y de las tasas de interés.

Conviene efectuar una breve comparación de los resultados económicos alcanzados en 1998 con los obtenidos en 1986, ya que en ambos años la economía nacional se vio afectada por una fuerte disminución del precio internacional del petróleo (si bien la magnitud del choque petrolero de 1986 fue mayor que la de 1998). Una muestra de la solidez con que ahora cuenta la economía mexicana y de la efectividad de la política económica que se adoptó en 1998, es que en este periodo los resultados alcanzados fueron muy superiores a los obtenidos en 1986. En particular, destaca que la inflación en el último año mencionado se elevó a 105.7 por ciento, tasa que se compara con la de 18.6 por ciento observada en 1998. En cuanto a la actividad económica, ésta presentó una contracción importante en 1986, al disminuir el PIB en 3.1 por ciento, mientras que el crecimiento económico estimado para 1998, de 4.8 por ciento, es uno de los más altos registrados en la economía mundial. Otros aspectos a considerar son el empleo y los salarios reales. Ambas variables mostraron caídas en 1986, lo que se compara en 1998 con aumentos en el número de trabajadores asegurados en el IMSS, la significativa disminución que mostró la tasa de desempleo abierto y la mejoría que reportó la mayoría de los indicadores de salarios reales.

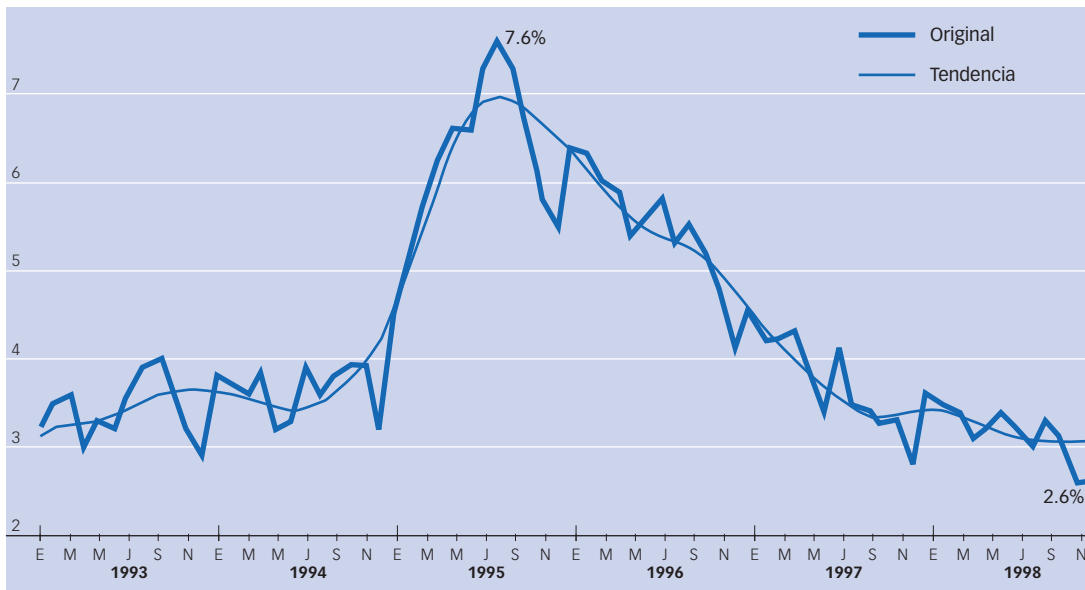
Lo anterior demuestra que la economía mexicana está ahora más preparada para absorber perturbaciones del exterior de lo que estuvo en el pasado. Esto como resultado, por un lado, de la flexibilidad de la política económica vigente, y, por el otro, de las políticas de cambio estructural que se han llevado a cabo en los últimos años.

Cabe señalar que la producción creció en la mayoría de los sectores de la actividad económica, con excepción del agropecuario, que se vio afectado por condiciones climáticas adversas. De esa manera, en los primeros tres trimestres del año el PIB del sector industrial arrojó un crecimiento anual de 7.1 por ciento, mientras que el de servicios aumentó 5.2 por ciento. En contraste, el PIB del sector agropecuario se contrajo 1.6 por ciento. Así pues, en general, durante la mayor parte del año hubo una

incidencia poco significativa de las fuertes alteraciones externas en el crecimiento económico nacional.

El mercado laboral en 1998 se caracterizó por la recuperación de la demanda de trabajo. Si se considera la afiliación al IMSS (al 15 de diciembre de 1998) de los trabajadores permanentes y eventuales urbanos, el año pasado se crearon 942,000 empleos, con un aumento del 9 por ciento. El significativo abatimiento de la desocupación en las ciudades dio lugar a que en el bimestre noviembre–diciembre, la tasa de desempleo se ubicara en 2.6 por ciento de la población económicamente activa, su nivel más bajo desde finales de 1992 (ver gráfica 3).

**Gráfica 3** Tasa de Desempleo Abierto en Areas Urbanas



Fuente: INEGI

También cabe destacar los aumentos al salario integral en las negociaciones contractuales, que a lo largo del año superaron tanto a la inflación observada como a la esperada durante su vigencia.

La mejoría en el empleo y los aumentos salariales explican el importante incremento en términos reales de la masa salarial en los sectores manufacturero, comercio y construcción.

Durante la mayor parte del año, la productividad del trabajo en el sector manufacturero creció a un ritmo superior al correspondiente a la remuneración real por trabajador. Esto contribuyó a que hubiera reducciones en los costos unitarios de la mano de obra, lo cual ayudó a

fortalecer la competitividad internacional de las empresas del sector. De hecho, el significativo crecimiento registrado por las exportaciones no petroleras se explica, en buena medida, por el dinamismo de las manufactureras. Durante 1998, el valor de las exportaciones no petroleras mostró un crecimiento anual de 11.4 por ciento, mientras que las manufactureras crecieron un poco más (11.7 por ciento). Ambos rubros de exportación se desaceleraron hacia los últimos meses del año como efecto de una menor fortaleza de la demanda externa; una mayor competencia de los productos asiáticos en los mercados del exterior; y la disminución de los precios internacionales de varios productos de exportación.

Por su parte, la caída del valor de las exportaciones petroleras obedeció a la debilidad de la demanda internacional de petrolíferos y la consecuente reducción del precio de la mezcla mexicana. Durante 1998, el valor de las exportaciones petroleras fue menor en 4,182 millones de dólares al del mismo periodo del año precedente. Ello impactó de manera significativa tanto al saldo de la balanza comercial como al de la cuenta corriente. La disminución del precio mundial del crudo se agudizó hacia finales del año, afectando de manera aún más adversa las finanzas públicas y las expectativas económicas.

En cuanto a las importaciones, éstas aumentaron por tres causas principales: la expansión de la actividad productiva nacional; la expansión de la demanda interna; y el propio crecimiento de las exportaciones. Sin embargo, las compras del exterior se desaceleraron hacia el segundo semestre del año.

Como consecuencia de lo anterior, la balanza comercial arrojó un saldo deficitario de 7.7 miles de millones de dólares durante 1998, según la estimación preliminar. Por su parte, se calcula que el déficit de la cuenta corriente, aún a pesar de haber sido acrecentado por la caída en el valor de las exportaciones petroleras resulte moderado como proporción del PIB (3.7 por ciento). En los primeros tres trimestres del año, dicho déficit resultó de 11.5 miles de millones de dólares. Cabe notar que, al desestacionalizar las cifras, el desequilibrio descendió entre el segundo y tercer trimestres.

En contrapartida, el moderado superávit de la cuenta de capital se sustentó fundamentalmente en entradas de recursos de largo plazo. Aun cuando el saldo de la inversión extranjera directa en 1998 fue quizá ligeramente inferior al de 1997, su monto y comportamiento demuestran que en el exterior se mantiene una percepción favorable sobre las oportunidades de inversión que ofrece el país. En cuanto a otras formas de flujo de capital, la severa restricción que prevaleció en 1998 en cuanto a la



disponibilidad de recursos crediticios externos tanto para el sector público como para el privado, dio lugar a que tales movimientos fueran muy reducidos durante el año y, de hecho, resultaran negativos en el tercer trimestre. En todo caso, el superávit de la cuenta de capital fue suficiente para permitir una acumulación de activos internacionales.

En resumen, se puede decir que a pesar del difícil entorno externo, el desempeño de la economía mexicana en 1998 fue satisfactorio.

### **II.3 Choques Inflacionarios**

---

La inestabilidad de los mercados financieros internacionales, la caída en el precio del petróleo y, en general, el deterioro de los términos de intercambio, generaron presiones sobre la cotización de la moneda nacional, mucho mayores que las anticipadas. La depreciación del peso impactó los precios de los bienes comerciables internacionalmente, lo que indujo movimientos al alza en las expectativas de inflación. A su vez, esto se reflejó en las revisiones salariales contractuales, y en mayores precios para una amplia variedad de bienes y servicios. Además, los aumentos inesperados de algunos precios sujetos a control oficial, la entrada en vigor en diciembre pasado del incremento del salario mínimo para 1999 y una elevación atípica de los precios de las frutas y legumbres (por factores climáticos) contribuyeron, aunque en menor medida, a generar una inflación superior al objetivo original del Banco de México. La desviación ocurrió a pesar de que el instituto emisor restringió la política monetaria en varias ocasiones. En tal resultado pesó de manera fundamental el hecho de que las depreciaciones abruptas de la moneda nacional tienden a impactar los precios con rapidez, mientras que las medidas monetarias restrictivas afectan la evolución de la inflación con rezago.

En el cuadro 1 se muestra en detalle la trayectoria de la tasa de variación del INPC en periodos mensuales y anuales.

**Cuadro 1**

**Indice Nacional de Precios al Consumidor**

Variación porcentual

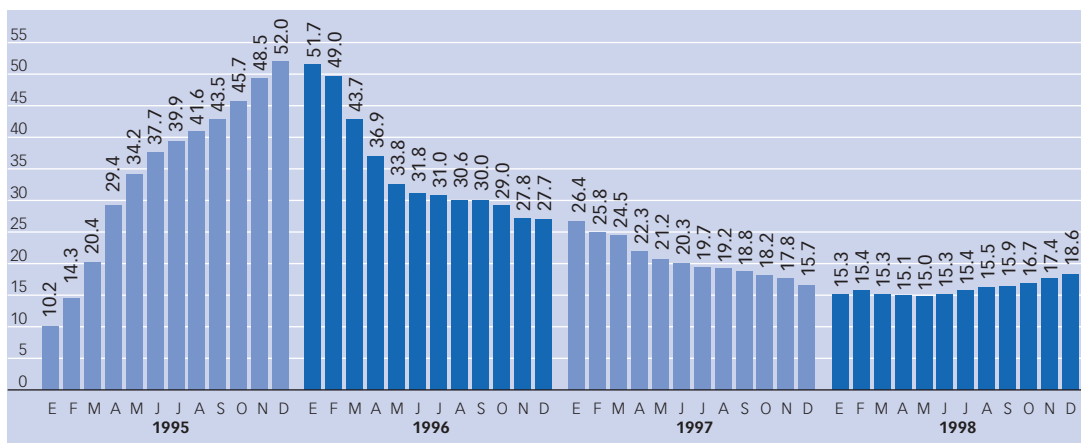
Mes	Mensual		Anual		Acumulable respecto a diciembre anterior	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998
Enero	2.57	2.18	26.44	15.27	2.57	2.18
Febrero	1.68	1.75	25.64	15.35	4.30	3.96
Marzo	1.24	1.17	24.46	15.27	5.59	5.18
Abril	1.08	0.94	22.33	15.10	6.73	6.17
Mayo	0.91	0.80	21.23	14.97	7.71	7.01
Junio	0.89	1.18	20.35	15.31	8.66	8.28
Julio	0.87	0.96	19.70	15.41	9.61	9.32
Agosto	0.89	0.96	19.18	15.50	10.58	10.37
Septiembre	1.25	1.62	18.76	15.92	11.96	12.16
Octubre	0.80	1.43	18.24	16.65	12.86	13.77
Noviembre	1.12	1.77	17.77	17.41	14.12	15.78
Diciembre	1.40	2.44	15.72	18.61	15.72	18.61

Destaca en el cuadro anterior que la tasa de la inflación anual alcanzó su nivel más bajo en mayo pasado (15.0 por ciento), y que a partir de entonces se incrementó sucesivamente. Es decir, la dirección descendente de la inflación anual observada durante 1996 y 1997 se revirtió en 1998 a partir del mes de junio (ver gráfica 4). El aumento acumulado del INPC durante el año fue de 18.6 por ciento, mayor que el registrado en el mismo lapso de 1997 (15.7 por ciento), y también muy superior al objetivo de 12 por ciento.

**Gráfica 4**

**Indice Nacional de Precios al Consumidor**

Variación porcentual anual

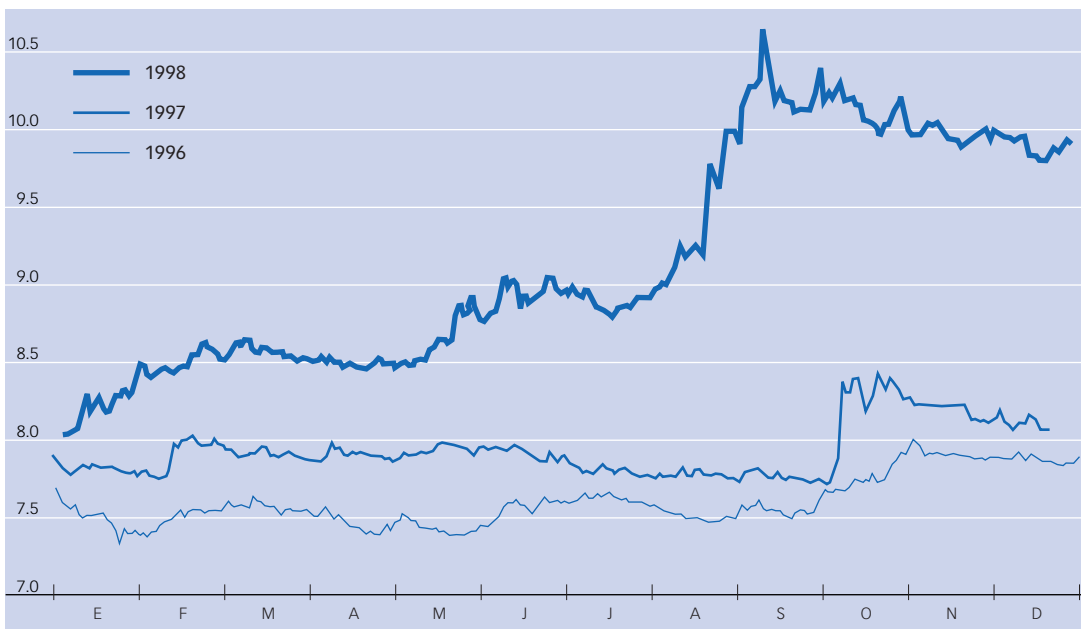


Como se señaló, los factores que explican el ritmo de inflación durante 1998 fueron los siguientes: la rápida depreciación de la moneda nacional (ver gráfica 5); el impacto de ésta sobre las expectativas inflacionarias y su consecuente efecto sobre las negociaciones salariales contractuales; los ajustes de los precios sujetos a control oficial; y el ascenso inusual de los precios de las frutas y legumbres. Resulta conveniente profundizar, mediante el análisis detallado de algunos subíndices del INPC, en la manera en que los factores citados incidieron sobre la inflación.

**Gráfica 5**

**Tipo de Cambio Interbancario 48 Horas**

Pesos por dólar



Los movimientos del tipo de cambio afectan a la inflación por dos vías: (i) de manera directa, a través de su impacto sobre el precio de los bienes comerciables; e, (ii) indirectamente, al influir sobre las expectativas de inflación, las cuales afectan a su vez al proceso de determinación de los salarios, y modifican, por tanto, otros precios en la economía.

Para observar el impacto de ambos efectos sobre la inflación, en la gráfica 6 se presentan las variaciones anuales del INPC y las correspondientes a los subíndices de bienes comerciables y no comerciables. De esa gráfica se desprende que, después de contribuir sustancialmente al descenso de la tasa de inflación en 1996 y 1997, las variaciones de los precios de los bienes comerciables tuvieron un punto de inflexión en enero de 1998, acentuándose su tendencia ascendente a partir de mayo, cuando se aceleró la depreciación del tipo de cambio. Por tanto,

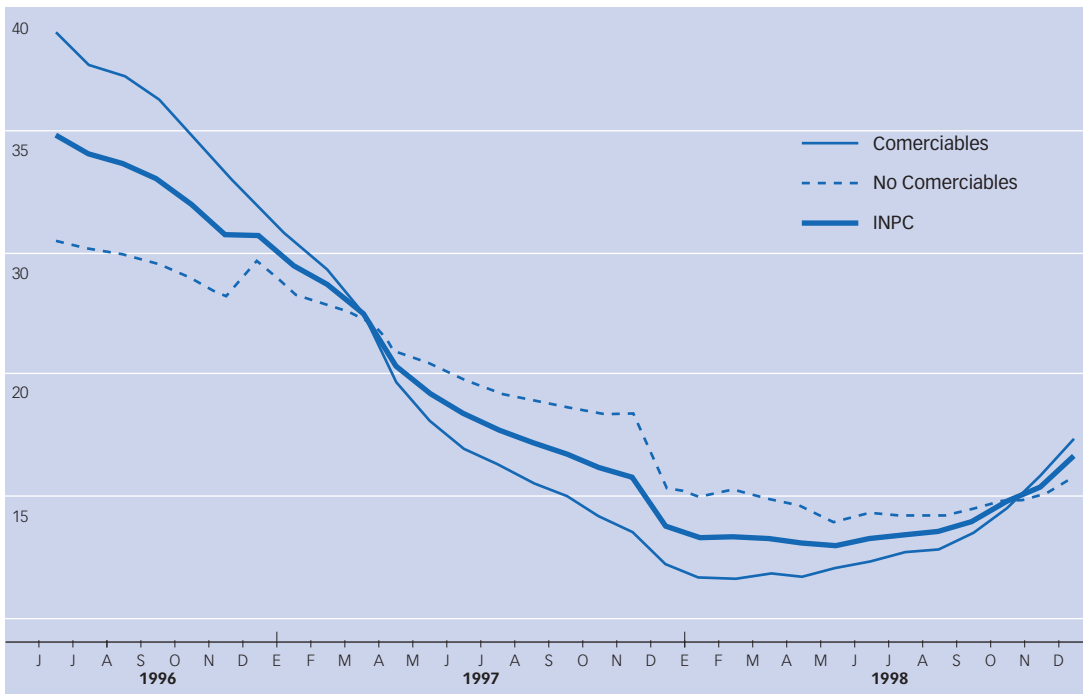
dicho subíndice ejerció presiones que hicieron que la inflación anual mostrara una incipiente dirección hacia arriba.

El comportamiento del tipo de cambio también afecta la inflación de manera indirecta, a través de su efecto sobre las expectativas, las cuales influyen en la determinación de otros precios en la economía, como los salarios. A su vez, los salarios inciden sobre los precios de los bienes no comerciables. Como se puede apreciar en la gráfica 6, la tasa de crecimiento anual de los precios de los bienes no comerciables comenzó a aumentar a partir de agosto, lo que indica la influencia del efecto indirecto comentado.

Gráfica 6

## Indice Nacional de Precios al Consumidor por Tipo de Bien

Variación porcentual anual



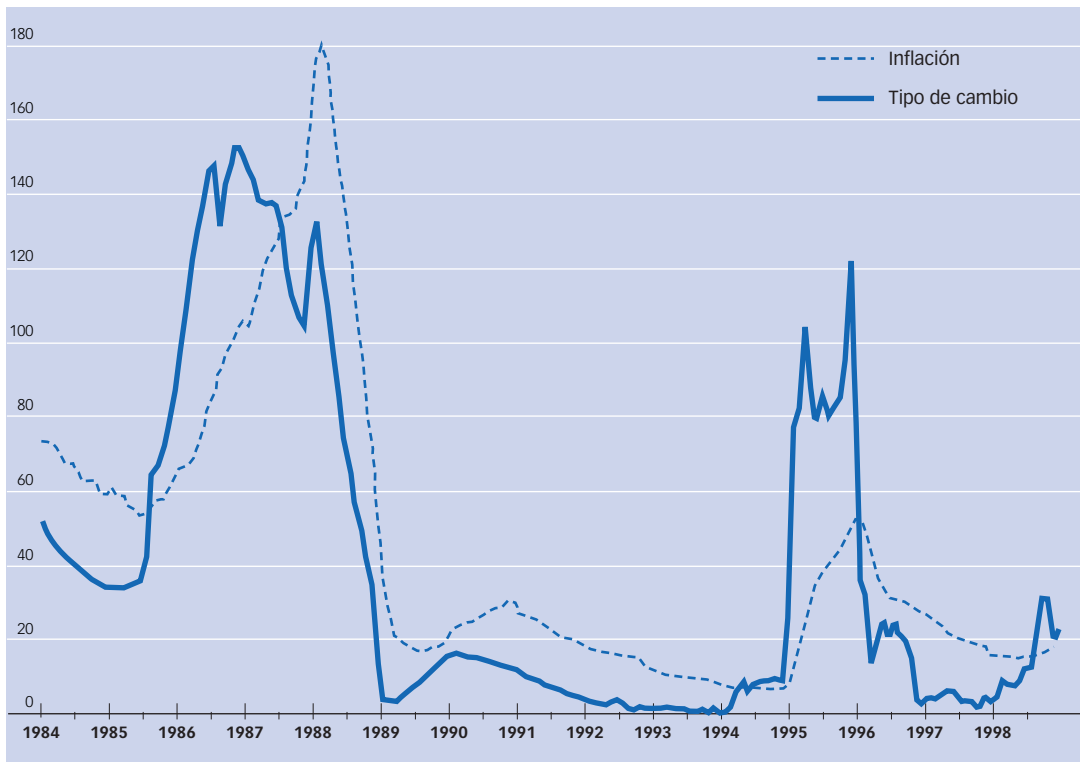
En el caso de México, las expectativas inflacionarias se ven fácilmente afectadas por los movimientos del tipo de cambio, debido a la alta correlación histórica entre éstos y la tasa de crecimiento de los precios (ver gráfica 7). No debe sorprender, por tanto, que las expectativas de inflación de los agentes económicos hayan respondido, de manera ágil, a los cambios abruptos que mostró la paridad durante 1998 (ver gráfica 8).

Las modificaciones de las expectativas de inflación se transmiten a los precios, fundamentalmente, a través de la presión que ejercen sobre las revisiones salariales. Es decir, si la inflación esperada se eleva, los trabajadores

Gráfica 7

## Inflación y Tipo de Cambio

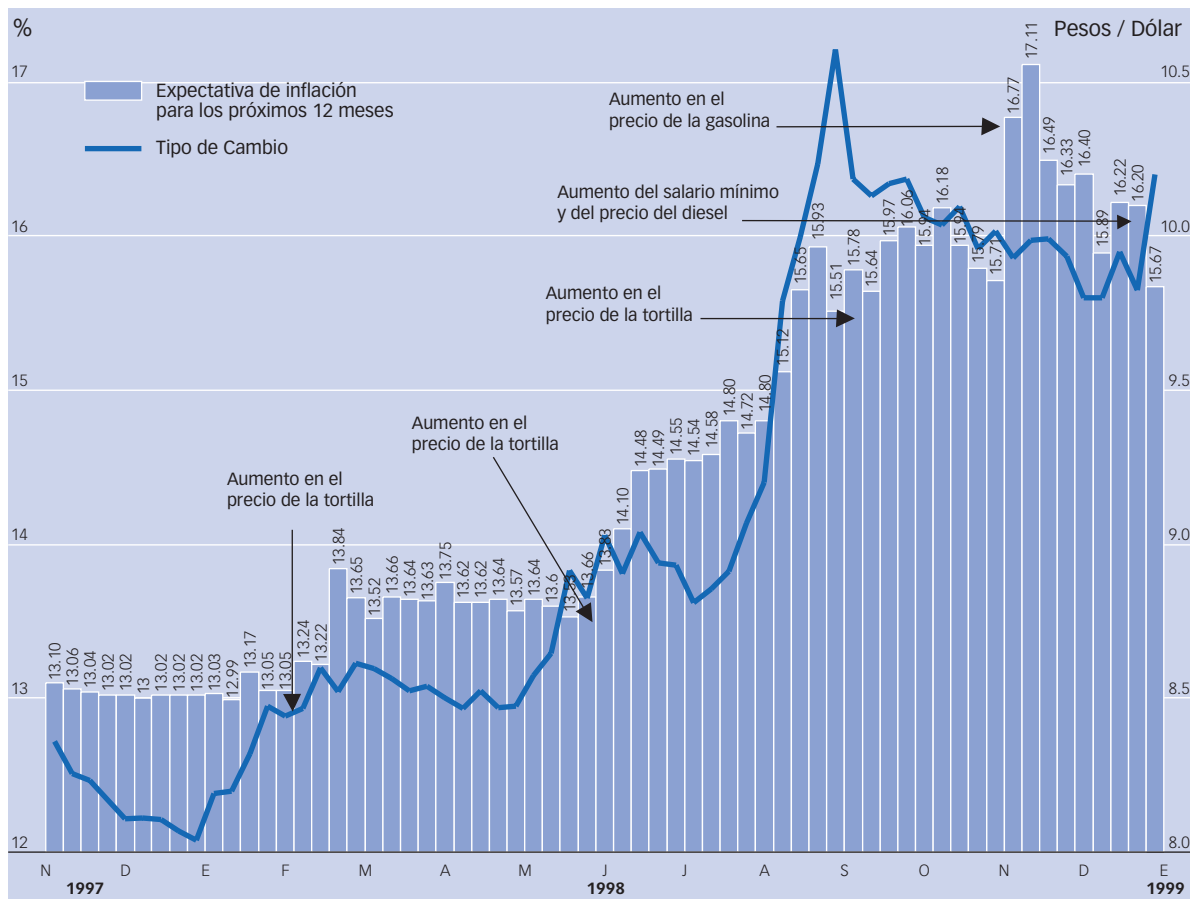
Variación porcentual anual



demandan mayores aumentos salariales, a los que las empresas accederán en la medida que presuman que dichos aumentos pueden trasladarse al precio de los productos y servicios. Si el proceso se extiende a diferentes sectores de la economía, la inflación se elevará, con sus indeseables secuelas sobre el crecimiento económico, la distribución del ingreso y los salarios reales.

Otro de los factores causantes de que la inflación anual haya avanzado durante 1998 a un ritmo mayor que el esperado, fueron las variaciones de algunos precios sujetos a control oficial. En particular, a lo largo del año se acordaron tres incrementos a los precios de la tortilla (49.1 por ciento) y la masa (39.9 por ciento), mientras que en noviembre se elevó el precio de las gasolinas (15.9 por ciento). Estos movimientos tuvieron, sin duda, un efecto directo sobre el INPC. Además, se ha constatado que las revisiones inesperadas de estos precios tienden a afectar la dinámica de la inflación, pues inciden sobre las expectativas de la misma manera que la descrita para el tipo de cambio. En la gráfica 8, se puede observar con claridad el incremento que tuvieron las expectativas de inflación después del anuncio de los aumentos de los precios administrados por el sector público.

**Gráfica 8** Expectativas de Inflación, Precios Públicos y Tipo de Cambio



Fuente: Infosel y Banco de México

Es pertinente señalar que las medidas descritas en materia de precios y tarifas públicas, si bien en muy corto plazo se reflejaron en mayores tasas de inflación, son sin embargo, determinantes para avanzar en el proceso de estabilización, ya que coadyuvan a mantener las finanzas públicas en orden.

Por último, en 1998, los precios de las frutas y legumbres aumentaron 45.3 por ciento como consecuencia de los adversos factores climáticos que se presentaron a lo largo del año.

Así pues, el diferencial de 6.6 puntos porcentuales entre la inflación observada en 1998 y la meta establecida al final del año previo, se explica prácticamente en su totalidad por el comportamiento inesperado del tipo de cambio; de los salarios<sup>2</sup>; de los precios de las frutas y legumbres; y de los precios administrados por el sector público. Sus aportaciones al diferencial en cuestión fueron, respectivamente, de 2.19, 1.59, 1.47 y 1.33 puntos porcentuales.

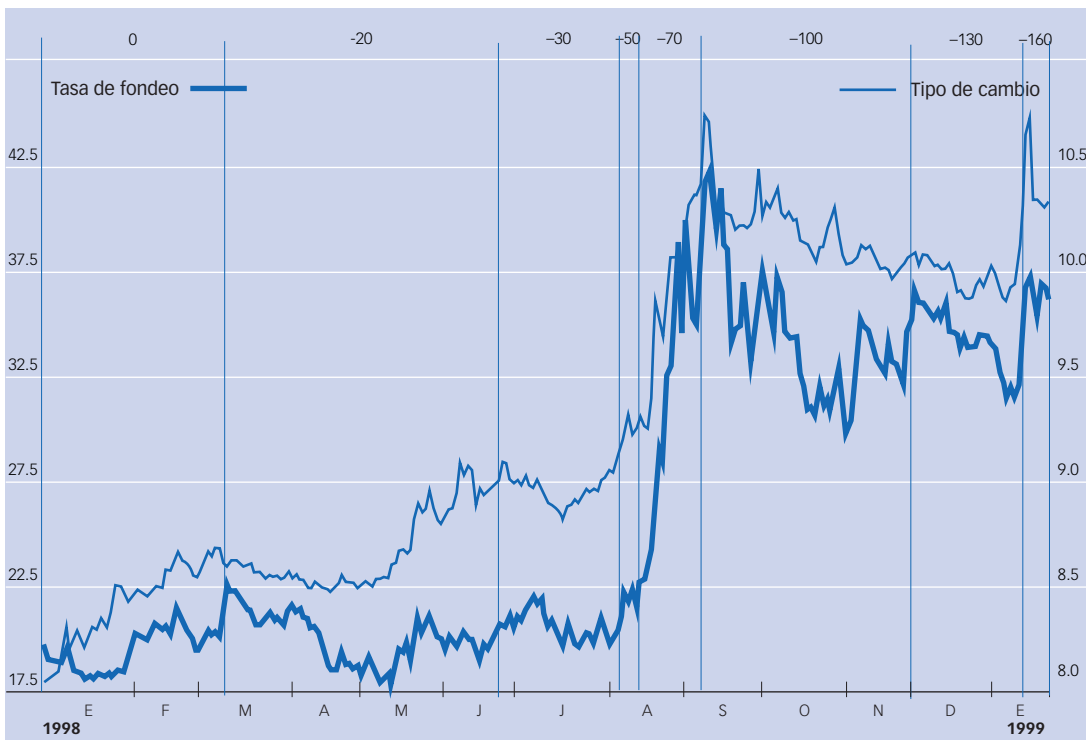
2. Es importante resaltar que los movimientos de los salarios contractuales no son necesariamente autónomos del comportamiento del tipo de cambio.

## II.4 Reacción de la Política Monetaria a los Choques Inflacionarios

El programa monetario para 1998 se diseñó ante la eventualidad de que tuviera que aplicarse en un ambiente internacional hostil. Por esta razón, el programa previó el uso de reglas específicas para evitar la causa más elemental de inflación: la generación de excesos de oferta de dinero. Además, y de gran importancia en la coyuntura prevaleciente, el programa estableció la posibilidad de ajustar la postura de política monetaria a través de acciones discrecionales en caso de perturbaciones inflacionarias imprevistas.

En congruencia con ello, y en respuesta a los sobresaltos inflacionarios, durante 1998 el Banco de México restringió progresivamente la política monetaria. La intención fue procurar que las variaciones del INPC, consecuencia de los choques, se quedaran como impactos de una sola vez, y afectaran lo menos posible tanto las expectativas de inflación como la inflación subyacente. De ahí que en el transcurso del año pasado, el banco central haya aumentado seis veces el “corto” (ver gráfica 9). Al poner en “corto” al sistema bancario, el banco central ejerce una influencia al alza sobre las tasas de interés. Dicho impulso se produce, sobre todo, por la señal que a través de esa acción se envía al mercado, indicando que el banco central considera que las tasas de interés deben elevarse.

**Gráfica 9** Tasa de Fondo, Tipo de Cambio Spot y Objetivos de Saldo Acumulados



Ante la agudización de las condiciones adversas en los mercados financieros internacionales, en agosto el Banco de México tomó medidas complementarias, destinadas a reforzar el efecto restrictivo de los “cortos”. Las más importantes fueron:

- La reducción del financiamiento intradía que el Banco de México otorga a través del sistema de pagos;
- el establecimiento durante algunos días de una tasa mínima para las operaciones de mercado abierto del propio Banco; y
- la fijación de un depósito obligatorio en el instituto central por parte de los bancos.

Como se estableció en la sección II.3, el factor que más contribuyó a elevar las presiones inflacionarias fue la depreciación de la moneda nacional, la cual, como se muestra en la gráfica 9, se manifestó fundamentalmente en agosto y septiembre. Además, los ajustes en noviembre a los precios de la gasolina y el diesel, y al salario mínimo en diciembre pasado, también impactaron de manera considerable al INPC en el último bimestre. Esto explica que las acciones restrictivas en lo monetario se hayan concentrado en el segundo semestre del año. Asimismo, los “cortos” que se aplicaron a partir de finales de junio, junto con la mayoría de las medidas complementarias que se adoptaron en agosto, se mantuvieron vigentes por el resto del año. En parte debido a esta razón, las tasas de interés nominales, después de su abrupto incremento a finales de agosto, se conservaron de ahí en adelante a niveles – aunque decrecientes– de casi el doble de los observados durante los primeros siete meses. Las tasas de interés reales también se incrementaron sustancialmente, como se muestra en la gráfica 10. Esto es una muestra evidente de la naturaleza restrictiva de la política aplicada por el Banco de México durante la segunda parte de 1998.

Las medidas de política monetaria aplicadas en agosto y septiembre limitaron la depreciación de la moneda nacional, e incluso coadyuvaron a inducir una apreciación del tipo de cambio a partir de su nivel más alto. Sin duda, esta evolución del tipo de cambio en los últimos meses del año mitigó las presiones inflacionarias.

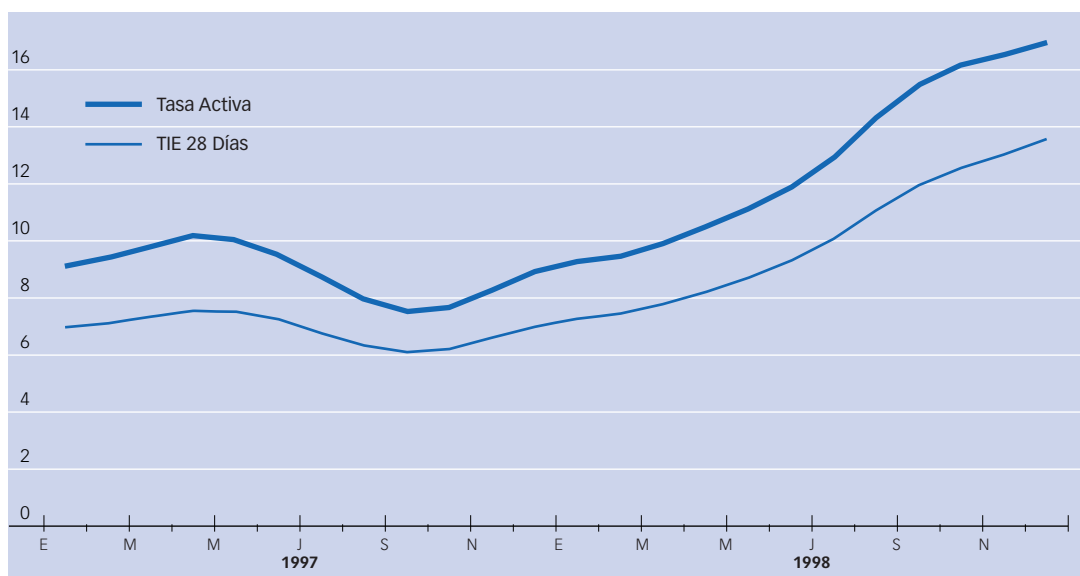
El “corto” acordado por la Junta de Gobierno el 30 de noviembre fue cualitativamente distinto a los precedentes. Estos últimos intentaron contrarrestar perturbaciones inflacionarias inesperadas. El del final de noviembre, se aplicó con los dos siguientes propósitos en mente: paliar el



Gráfica 10

## Tasas de Interés Reales

Tendencia de la tasa real expost



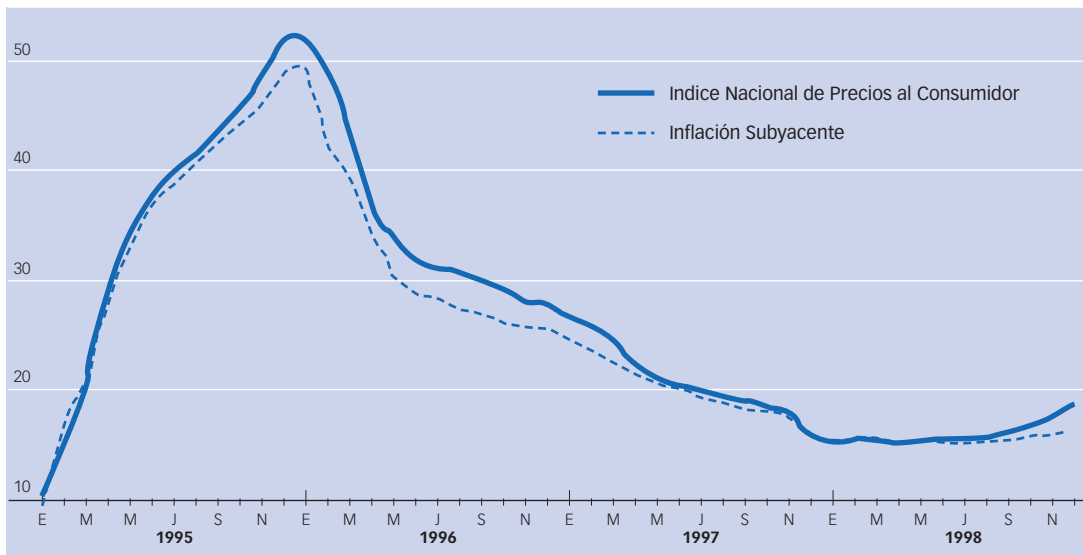
proceso de revisión al alza de las expectativas inflacionarias para el siguiente año, que se dio en respuesta a los ajustes en precios públicos –en todo caso, para evitar el efecto de los ajustes de precios administrados sobre la inflación, no es razonable suprimirlos, pues en ese caso se generaría un problema fiscal o de desbaste– que se anunciaron en ese entonces; y evitar reacciones desordenadas de precios para estar en posibilidad de alcanzar la meta de inflación de 13 por ciento en 1999. De ahí la decisión de la Junta de Gobierno de actuar de manera anticipada en lo monetario, para aumentar la probabilidad de conseguir el objetivo planteado y así propiciar que el compromiso desinflacionario del Banco de México vaya ganando una mayor credibilidad.

De la sección II.3. se desprende también que, como se señaló, hacia finales del año la inflación de 1998 se vio afectada no sólo por el tipo de cambio, sino también por la evolución de los precios de las frutas y legumbres, y de aquellos cuyo comportamiento depende de decisiones administrativas de las autoridades (gasolinas, tortillas, electricidad, etc.). Si del INPC se restan los renglones correspondientes a las frutas y legumbres y a los precios sujetos a control oficial, se termina con un subíndice de precios que responde fundamentalmente al tipo de cambio, a los salarios y, en general, a las condiciones monetarias. Este subíndice es más útil para evaluar la ejecución de la política monetaria, pues el Banco de México no puede determinar las condiciones climáticas, ni los precios administrados. Al subíndice referido se le podría llamar “inflación subyacente”.

En la gráfica 11 se presenta la trayectoria de la “inflación subyacente”. En dicha gráfica resalta que en el periodo junio–diciembre de 1998, la trayectoria de esa variable se encontró por debajo de la correspondiente a la inflación medida a través del INPC, y se mantuvo a niveles relativamente constantes. Esto indica que una buena parte de las presiones inflacionarias derivadas del comportamiento del tipo de cambio fueron neutralizadas.

**Gráfica 11****Indice Nacional de Precios al Consumidor e Inflación Subyacente**

Variación porcentual anual



Es cierto que la astringencia monetaria pudo haber sido más intensa, en un intento por anular las presiones inflacionarias imprevistas. Sin embargo, dada la magnitud de las perturbaciones, la brevedad del periodo en que éstas se concentraron y el tamaño de la contracción monetaria que se hubiera requerido para neutralizar por completo las sorpresas en la inflación, la Junta de Gobierno del Banco de México no juzgó conveniente proceder de tal manera: las consecuencias sobre el sector real de la economía hubiesen sido perjudiciales. En buena medida, los perjuicios en cuestión se suscitan debido a que los agentes económicos no ajustan de inmediato a la baja sus expectativas inflacionarias, en función de las acciones de la autoridad. Así, si el banco central intentara cancelar enteramente el impacto directo de las modificaciones en precios relativos sobre la inflación, las medidas monetarias tendrían un efecto depresivo sobre la actividad económica, el empleo y la inversión, amén de otros impactos negativos sobre el sistema financiero –que incluso podrían hacer que el esfuerzo antinflacionario resultara insostenible–. Esta conclusión no atañe exclusivamente a México. Son precisamente los altos costos que acompañan

a todo intento de contención brusca (o reducción acelerada) de la inflación, lo que explica la tendencia de los bancos centrales a graduar la intensidad de sus medidas, para lograr a fin de cuentas, la estabilidad de precios.

Otros aspectos de la ejecución del programa monetario para 1998 pueden ser evaluados a la luz de la evolución de la base monetaria, de los activos internacionales netos y del crédito interno neto.

a) **Base Monetaria**

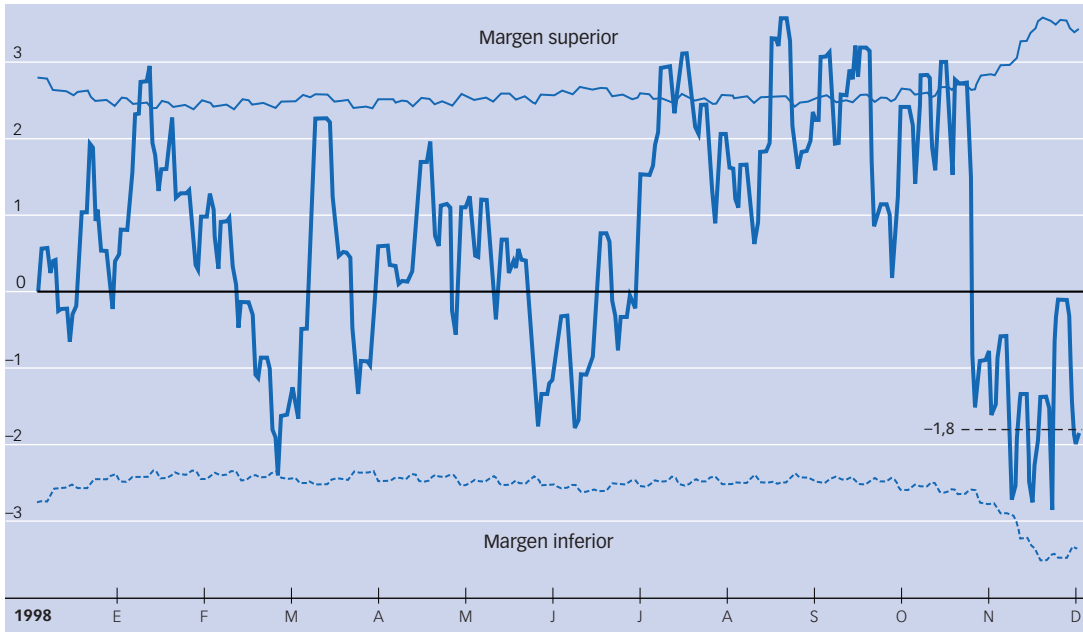
Como parte del programa monetario para 1998, el Banco de México dio a conocer un pronóstico de la trayectoria diaria de la base monetaria para dicho año. La difusión de ese pronóstico responde al propósito de que el público cuente con una referencia sobre la evolución de la demanda de billetes y monedas en circulación, consistente con el marco macroeconómico previsto al inicio del año. Al comparar el saldo observado de la base monetaria con la trayectoria estimada, se observa que este agregado monetario se mantuvo prácticamente todo el tiempo dentro del intervalo de confianza que se deriva del pronóstico. Dicho intervalo se calcula con una desviación estándar del modelo estimado, y se incluye para captar el impacto de perturbaciones transitorias sobre la demanda de billetes y monedas (ver gráfica 12). Si bien en algunas etapas se demandaron saldos monetarios por arriba del límite superior especificado, ello ocurrió por la cercanía de un periodo vacacional (“puente”) cuyo efecto es difícil de predecir adecuadamente. Sin embargo, una vez transcurridos los días festivos referidos, la base monetaria continuó evolucionando dentro de lo anticipado.

El que la base monetaria haya seguido el patrón previsto al inicio de 1998, amerita una explicación, dado que la inflación observada superó en más de 6 puntos porcentuales al objetivo para el año. La cantidad adicional de base que se demandó a causa de la mayor inflación, fue compensada por el efecto depresivo que ejercieron las mayores tasas de interés sobre la demanda de medios de pago<sup>3</sup>. A su vez, las mayores tasas de interés resultaron fundamentalmente de la menor disponibilidad de recursos financieros del exterior asociada a la crisis mundial, y del hecho de que el Banco de México restringiera su política monetaria. Así pues, las acciones adoptadas por el instituto central, en respuesta a las mayores presiones inflacionarias, coadyuvaron a que la base monetaria se comportara conforme a lo previsto.

3. El crecimiento económico fue similar al originalmente contemplado.

**Gráfica 12****Desviaciones del Saldo Observado de la Base Monetaria Respecto del Pronóstico**

Miles de millones de pesos



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

En congruencia con lo anterior, la expansión monetaria se desaceleró en forma significativa, prolongando una tendencia establecida en 1997, según se aprecia en la gráfica 13.

Los movimientos descritos avalan la idea de que la política monetaria asumió la posición lógica frente a las presiones inflacionarias. Empero, no hay que olvidar que el impacto final deseado, esto es, sobre el dinamismo de los precios, se logra con rezago: esperar una reacción instantánea es ignorar los tiempos implícitos en la operación de los mecanismos de transmisión, y las restricciones que imponen los costos de la desinflación.

#### b) Activos Internacionales Netos

Del 31 de diciembre de 1997 al cierre de 1998, los activos internacionales netos<sup>4</sup> aumentaron 3,656 millones de dólares (md). Este incremento fue sustancialmente superior al mínimo previsto en el programa

4 Los activos internacionales netos se definen como la reserva bruta, más los créditos convenio con los bancos centrales a más de seis meses, a lo que se restan los adeudos totales con el FMI y con bancos centrales derivados de convenios establecidos a menos de seis meses. Asimismo, se considera el resultado por el cambio de valor en términos de dólares de los EUA de las operaciones de compraventa de divisas concertadas a la fecha.

**Gráfica 13****Base Monetaria**

Variación porcentual anual



monetario de 1998 (1,000 md). Sin embargo, el comportamiento de dichos activos mostró cierta variabilidad, particularmente durante el segundo semestre, como consecuencia de los choques externos que afectaron a la economía mexicana en ese lapso. Mientras que de enero a julio los activos internacionales netos se incrementaron en 1,378 md gracias al ejercicio de las opciones de venta de dólares al instituto central (netas de las divisas vendidas en subasta durante el mismo período), desde mediados de agosto hasta principios de octubre se redujeron. Ello se explica, fundamentalmente, por las ventas de divisas que se efectuaron al Gobierno Federal para hacer frente al servicio de la deuda externa pública (1,886 md) y por las operaciones que se realizaron en el mercado cambiario, tanto mediante el mecanismo de ventas automáticas en subasta (610 md), como a través de la intervención discrecional efectuada el 14 de septiembre (278 md)<sup>5</sup>.

Debido a lo exiguo de los flujos de capital fresco hacia los países denominados emergentes, y dada la precaria situación del mercado petrolero, en el cuarto trimestre hubiera sido muy difícil cumplir con la meta de acumulación de activos internacionales netos. Sin embargo, ello se consiguió porque se efectuaron las siguientes operaciones:

<sup>5</sup> Ver "Informe sobre la Política Monetaria" de septiembre de 1998.

- i) Disposición, a principios de octubre, por parte del Gobierno Federal, de una línea de financiamiento contingente a cuenta de un grupo de bancos del exterior por aproximadamente 2,660 md;
- ii) Financiamientos recibidos a mediados de diciembre por el Gobierno Federal de organismos financieros multilaterales (Banco Mundial y BID) por aproximadamente 950 md; y
- iii) Recursos provenientes de PEMEX por 1,500 md, por concepto de la venta adelantada de derechos de cobranza de una parte de las exportaciones de petróleo crudo para 1999.

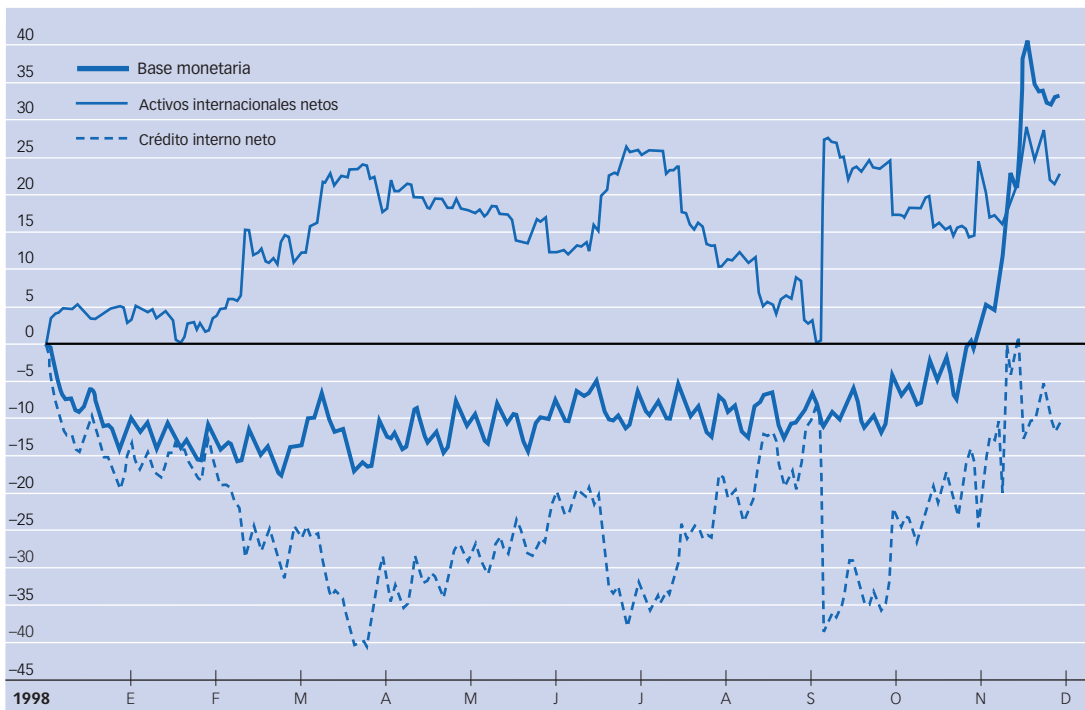
c) **Crédito Interno Neto**

El crédito interno neto se define como la diferencia entre el monto de la base monetaria y el valor de los activos internacionales netos. En consecuencia, la evolución de ese concepto se explica por el desarrollo de los otros dos. Toda vez que la trayectoria de la base monetaria se mantuvo dentro del intervalo previsto para el año, a la vez de que se cumplió con el compromiso de acumulación mínima de activos internacionales, el crédito interno neto respetó sus límites establecidos.

**Gráfica 14**

**Base Monetaria y sus Componentes**

Flujos efectivos acumulados en el año, cifras en miles de millones de pesos



Asimismo, en la medida en que las variaciones del crédito interno neto y de los activos internacionales netos se combinaron para satisfacer la demanda de base, se puede afirmar que el descenso del crédito interno neto no implicó, por sí mismo, restricción monetaria alguna (ver gráfica 14).

\* \* \*

A pesar de que la inflación durante 1998 se explica fundamentalmente por la incidencia de choques externos mayúsculos, hay que reconocer que ha sido insatisfactoria. Dado que la inflación de 1998 resultó mayor a la de 1997, y que aún se encuentra en un ritmo elevado e inestable, resulta prioritario restablecer su tendencia decreciente. De no recuperarse esa dirección, se deterioraría la percepción sobre el riesgo México de los inversionistas; se reduciría aún más el financiamiento externo; el plazo promedio de la deuda disminuiría; y su costo aumentaría. De esta manera, se acentuaría la vulnerabilidad de la economía frente a perturbaciones de origen externo y, más pronto que tarde, observaríamos una tasa de inflación creciente, con todos sus efectos negativos sobre el crecimiento económico, los salarios reales y la creación de empleos.

**III.****Perspectivas para 1999**

---

Para 1999, se vislumbra que México seguirá enfrentando un escenario externo complicado. Sin embargo, cabe destacar que la economía mexicana cerró en 1998 con una situación relativamente sólida, propicia para continuar creciendo y creando empleos aun en un ambiente internacional poco favorable. Si se combinan estos factores con la prolongación de políticas prudentes –en particular en lo fiscal y monetario–, es razonable esperar para 1999 un crecimiento real del PIB de 3 por ciento, lográndose a la vez una reducción importante de la inflación.

El escenario externo donde se desarrollará nuestra economía en 1999 se vislumbra adverso debido a varios factores. En primer lugar, por la previsión de que persista la debilidad de la demanda en el mercado petrolero internacional, lo que ocasionará que el precio del crudo se mantenga deprimido, de hecho, a un nivel inferior a su promedio de 1998. Así, se ha decidido moderar, de manera coordinada con otros países, la plataforma de exportación de crudo con el propósito de no profundizar la debilidad del precio del energético. A lo anterior, habría que agregar que las proyecciones para 1999 de la actividad económica mundial indican que ésta mantendrá una tasa de crecimiento modesta, mientras que la economía de nuestro principal socio comercial mostrará incluso un ritmo menor (ver cuadro 2). El magro crecimiento del producto mundial se traducirá en una expansión lenta del comercio global, así como de las importaciones de los países industriales. Por tanto, es probable que tal situación conduzca a que los precios internacionales de nuestras exportaciones, tanto de materias primas como de bienes manufacturados, continúen en niveles bajos. Todos estos factores apuntan hacia un menor crecimiento económico en el año, y a una expansión moderada de las exportaciones mexicanas.



**Cuadro 2****Economía Mundial: Indicadores Seleccionados**

	1997	1998e	1999p
<b>Crecimiento económico (%)</b>			
<b>Mundial</b>	4.2	2.2	2.2
<b>Principales países industriales</b>	3.0	2.1	1.5
Estados Unidos	3.9	3.6	1.8
Japón	1.4	-2.8	-0.5
Alemania	2.2	2.7	2.0
Francia	2.3	3.0	2.6
Reino Unido	3.5	2.6	0.9
<b>Países en desarrollo</b>	5.7	2.8	3.5
Asia	6.6	2.6	4.3
Medio Oriente y Europa	4.5	3.3	2.9
América Latina y Caribe	5.1	2.5	1.5
<b>Crecimiento de comercio (%)</b>			
<b>Mundial</b>	10.4	3.3	4.3
<b>Importaciones de países industriales</b>	9.8	4.7	4.8

e Estimado.

p Proyectado

Fuente: "World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assessment", FMI, diciembre de 1998.

Otro factor que previsiblemente afectará el crecimiento económico en 1999 es que se anticipa que los flujos netos de capital privado hacia Latinoamérica sigan siendo relativamente reducidos (ver cuadro 3). Esta situación se explica por tres factores fundamentales: (i) la propensión al riesgo por parte de las instituciones financieras internacionales privadas no se ha normalizado, por lo que mantendrán una actitud muy conservadora; (ii) el universo de inversionistas potenciales en los mercados emergentes se ha reducido, debido a la desaparición de algunos fondos de inversión de los llamados "hedge funds"; y (iii) algunos inversionistas institucionales se han desilusionado con los mercados financieros de países en desarrollo, debido a que en los últimos años éstos han mostrado una volatilidad mucho mayor a la anticipada.

**Cuadro 3****Flujos Netos de Capital Privado <sup>1</sup>**

Miles de millones de dólares

Flujo neto de capital privado <sup>2</sup>	1996	1997	1998e	1999p
Total	214.8	117.8	69.5	89.7
Países en desarrollo	190.9	131.8	87.6	104.1
África	5.1	14.1	7.3	14.2
Asia	100.2	21.5	-18.3	-7.3
Medio Oriente y Europa	3.9	7.9	24.9	21.9
América Latina	81.7	88.3	73.6	75.3
Países en transición	16.0	22.5	13.2	16.4
Economías asiáticas recientemente industrializadas <sup>3</sup>	7.9	-36.6	-31.2	-30.8

1. El flujo de capitales neto comprende inversión directa neta, inversión de cartera neta y otros flujos de inversión de corto y de largo plazo, incluidos préstamos oficiales y privados.

2. Por limitación en los datos, otras inversiones netas podrían incluir algunos flujos oficiales.

3. Hong Kong, Corea del Sur, Singapur y Taiwán.

e Estimado.

p Proyectado

Fuente: "World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assessment", FMI, diciembre de 1998.

Lo reducido de los flujos de capital del exterior será uno de los factores que contribuirán a la desaceleración prevista del crecimiento económico de México, de 4.8 por ciento en 1998 a 3.0 por ciento en 1999. A su vez, se anticipa que la moderación de la demanda interna del sector privado, así como el mantenimiento de la disciplina fiscal, propiciarán que este año se reduzca el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Esto último es congruente, por supuesto, con la limitada disponibilidad de recursos externos.

Un aspecto adicional del entorno internacional que cabe resaltar, es que la situación financiera de muchas naciones sigue siendo muy frágil. Lo mismo puede decirse de las perspectivas de algunos mercados financieros de países industrializados. Una evolución desfavorable en estos frentes podría inducir mayor volatilidad en los mercados nacionales y complicar así la lucha contra la inflación. De ahí que ante la posibilidad de un marco internacional volátil y difícil, sea deseable que las políticas económicas sean flexibles y que exista coordinación entre ellas.

Lo sucedido durante enero del presente año en Brasil, y sus repercusiones sobre el sistema financiero internacional, es evidencia palpable de los riesgos mencionados. Después de que la moneda brasileña enfrentó un fuerte ataque especulativo —alimentado principalmente por las dificultades que se han encontrado para llevar a cabo el ajuste fiscal requerido—, las autoridades monetarias de Brasil decidieron el 13 de enero desplazar hacia arriba la banda de referencia para la cotización de su divisa. Al no haber sido

acompañada dicha medida por una mayor restricción fiscal y monetaria, a los pocos días (15 de enero), la banda resultó insostenible y el real tuvo que flotar, depreciándose inmediatamente más de 15 por ciento.

Ante el temor de una contracción adicional en la disponibilidad de recursos externos por la crisis brasileña, el peso mexicano se depreció significativamente. Inmediatamente después del desplazamiento de la banda del real, la cotización de la moneda nacional se elevó, alcanzando incluso un nivel de 11.4 pesos por dólar. En respuesta a esta situación, el Banco de México decidió restringir la política monetaria, aumentando el “corto” de 130 a 160 millones de pesos. Ello, con el objeto de limitar la depreciación de nuestra moneda nacional, restablecer el orden en el mercado cambiario y preservar las posibilidades de alcanzar el objetivo de inflación de 13 por ciento en 1999. El tipo de cambio reaccionó favorablemente a la medida, estabilizándose temporalmente en alrededor de 10.50 pesos por dólar. Sin embargo, al determinarse la flotación del real un par de días después, la gran volatilidad en los mercados se reavivó. En este segundo episodio, la moneda nacional también se depreció considerablemente una vez que se conoció la noticia (superando momentáneamente el nivel de 11 pesos por dólar), pero más tarde en el día sobrevino una rápida corrección, terminando el peso incluso con una apreciación respecto al dólar (a 10.25 pesos por dólar). Esta reacción favorable del tipo de cambio (también observada en las tasas de interés y en el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores), fue inesperada. Si bien las autoridades brasileñas han insistido en que se reforzarán las políticas fiscal y monetaria, y el Fondo Monetario Internacional y el Gobierno de los Estados Unidos han expresado su apoyo a las acciones adoptadas, no cabe duda que la situación en Brasil continuará siendo, cuando menos por algunos meses, un factor de incertidumbre en el ámbito financiero internacional.

Ante la perspectiva de un entorno externo difícil para 1999, el Gobierno Federal ha venido preparando el terreno desde hace varios meses para poder preservar un marco macroeconómico sólido y consistente en el año. En este sentido, el Ejecutivo Federal propuso una meta fiscal para el año en curso de un déficit económico de 1.25 por ciento del PIB, menor al del año pasado. El H. Congreso de la Unión aprobó la propuesta. Esta política permitirá mantener las finanzas públicas en orden, con lo que el Gobierno no presionará al alza las tasas de interés; no desplazará al sector privado de los mercados crediticios; apoyará el ahorro interno del país; y evitará la gestación de desequilibrios en la balanza de pagos.

Por otro lado, la Ley de Protección al Ahorro Bancario y la Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros, recientemente aprobadas por el H. Congreso de la Unión, representan un primer paso hacia la conformación de un sistema financiero más sólido, un sistema que facilite un desarrollo económico acelerado en un ambiente de estabilidad de precios. En este sentido, también se han dispuesto normas prudenciales que permitan a los bancos una adecuada administración de los riesgos de crédito, de mercado y de liquidez. Como ejemplo de esto último, recientemente el instituto central reforzó un conjunto de disposiciones tendientes a procurar que las instituciones de banca múltiple mantengan liquidez suficiente para cubrir sus pasivos de corto plazo en moneda extranjera.

Una política monetaria comprometida con el abatimiento de la inflación –como la propuesta en esta exposición– es otro de los ingredientes que se requieren para asegurar un entorno macroeconómico firme.

## IV. Programa Monetario para 1999

---

En noviembre pasado, el Ejecutivo Federal dio a conocer los Criterios Generales de Política Económica para 1999. Con la concurrencia del Banco de México, en dicho documento se planteó la meta de inflación para el año. A partir de ese dato, en la presente sección se precisan las principales características de la política monetaria que, en principio, hará posible la consecución del propósito referido.

### IV.1 Objetivo del Programa

---

El objetivo primordial del programa monetario de 1999 es contribuir a la reducción de la tasa de inflación a 13 por ciento. Este porcentaje se refiere a la elevación del nivel general de los precios de diciembre de 1999 con respecto al del mismo mes del año inmediato anterior.

Este objetivo fue determinado considerando los principales factores del caso: la herencia inflacionaria de 1998 a 1999; las perspectivas de la economía mexicana y del entorno externo; los ajustes de los salarios mínimos y de los precios y tarifas públicas para el año en curso; y la mayoría de las medidas fiscales adoptadas para alcanzar un déficit de 1.25 por ciento del PIB. Tomando en cuenta estos antecedentes, se estima que con una política monetaria adecuadamente restrictiva, se podrá alcanzar el objetivo inflacionario planteado.

Lo anterior se apoya en el reconocimiento de que, si bien una política monetaria coherente es un elemento indispensable en la lucha contra la inflación, por lo general no resulta suficiente para lograr el resultado deseado. Para conseguir el abatimiento de la inflación que la sociedad demanda, al menor costo social posible, la política monetaria requiere de la concurrencia del resto de las políticas económicas.

### IV.2 Algunas Consideraciones Preliminares

---

En el diseño de un programa monetario orientado a reducir la inflación, resulta clave el entendimiento del proceso que genera el fenómeno. Si el banco central suministra una mayor cantidad de dinero primario que la demandada por los agentes económicos, se genera un desequilibrio, que se traduce en inflación. Pero el Banco de México, al igual que el resto de los

bancos centrales autónomos del mundo, ha cancelado explícitamente esta posibilidad. Ello, mediante la regla que establece que su operación diaria esté orientada a igualar la oferta con la demanda de base. Este es precisamente uno de los elementos fundamentales del programa para 1999.

Por lo común, entonces, las presiones inflacionarias se derivan de otros factores, entre los que destacan los siguientes: (a) los choques externos que pueden redundar en depreciaciones cambiarias abruptas; (b) las variaciones inesperadas de precios y tarifas públicos; y (c) la negociación de salarios contractuales incompatibles con la meta inflacionaria y con el incremento de la productividad. Estas perturbaciones generan impactos inmediatos en el nivel general de precios, e impulsan la inflación, tal como sucedió en 1998.

El incremento de precios así inducido, eleva la demanda de base monetaria que el Banco de México tiene que satisfacer, dando lugar a la correlación positiva que normalmente existe entre inflación y agregados monetarios. Si el instituto central atiende una mayor demanda de dinero primario a la tasa de interés del mercado (y el choque inflacionario no es transitorio), se terminará validando los impulsos iniciales. Sin embargo, si el banco central decide satisfacer la mayor demanda de base a una tasa de interés mayor a la del mercado, el instituto emisor contrarresta, cuando menos parcialmente, el impacto inflacionario de las perturbaciones exógenas descritas. Esto último es lo que sucede cuando el Banco de México restringe la política monetaria, por lo general aplicando o incrementando el “corto”. Las mayores tasas de interés resultantes pueden revertir parcialmente el impacto de los choques exógenos (por ejemplo, limitando la depreciación del tipo de cambio, o induciendo incluso su apreciación), y moderar la corrección al alza de las expectativas inflacionarias.

En el mediano plazo, el aumento de las tasas de interés que se derive de la respuesta de las autoridades monetarias a las mayores presiones inflacionarias, reducirá el crecimiento de la base monetaria y, eventualmente, de los precios. Este efecto se podría ver reforzado por el impacto que tendría sobre la demanda de dinero un menor crecimiento económico, asociado con la elevación del costo de los fondos prestables. Además, la demanda de base se moderará en respuesta a la contención de la inflación que se logre.

Lo que a la postre se persigue es que, por virtud de acciones oportunas de política monetaria, el Banco de México logre que los empresarios, los trabajadores y los inversionistas consideren, al tomar sus decisiones, la posible reacción de la autoridad ante perturbaciones del INPC

y se minimicen así las repercusiones sobre las expectativas inflacionarias. Por un lado, esto haría posible que los choques no se reflejaran inmediatamente en mayores precios y, por el otro, evitaría que los agentes económicos hicieran asignaciones de recursos que, al no materializarse las expectativas, generarían costos reales en la economía. De esta manera, disminuiría el impacto que dichas alteraciones puedan tener sobre la economía y crecería la credibilidad del público en los objetivos de inflación. Este es el proceso mediante el cual la meta de desinflación se puede ir convirtiendo en el ancla nominal de la economía.

Ahora bien, el dilema al que se enfrenta el Banco de México es el grado en que puede contrarrestar los choques inflacionarios. Las restricciones que al respecto se encaran son fundamentalmente dos:

- Primero, es difícil identificar la naturaleza permanente o transitoria de los choques. Si éstos son transitorios y el instituto emisor restringe la política monetaria, su acción generaría costos innecesarios a la economía. Por otro lado, si la perturbación es permanente y el Banco de México no restringe, se daría un aumento de la inflación y a la postre resultaría más costoso alcanzar la estabilidad de precios; y
- Segundo, las acciones restrictivas del banco central generan costos de corto plazo. Si las perturbaciones externas fueran de gran magnitud y el banco quisiera eliminar de inmediato el impacto inflacionario correspondiente, la contracción monetaria tendría que ser muy severa, lo cual ocasionaría a su vez costos desproporcionados a la economía. Obviamente, esto último es inconveniente, y de hecho podría hacer contraproducente la acción monetaria. De ser así, lo más probable es que la restricción no fuera sostenible, así como tampoco serían perdurables los avances que se hubieran obtenido en materia de estabilización. De ahí que, por lo general, en el corto plazo, el Banco de México sólo pueda contrarrestar parcialmente las perturbaciones inflacionarias, haciendo que el **abatimiento duradero de la inflación sea gradual.**

Lo anterior indica que, al aplicar la política monetaria, el Banco de México enfrenta dilemas de difícil resolución. Por ello, es indispensable que en su programa monetario el instituto central incorpore instrumentos para poder ajustar oportunamente su política monetaria. Esta debe ser flexible, de tal forma que se puedan encarar con oportunidad las perturbaciones inflacionarias inesperadas que surjan. No por casualidad otro de los

elementos fundamentales del programa monetario, responda a la finalidad de dotar al Banco de México de ese tipo de medios.

### IV.3 Elementos del Programa Monetario

---

Al igual que en ocasiones anteriores, la Junta de Gobierno establece como uno de los elementos fundamentales de su programa monetario para 1999, una regla de operación básica orientada a ofrecer la mayor seguridad de que este instituto central no creará autónomamente excesos de base monetaria. **El Banco de México reitera que, como norma general, ajustará diariamente la oferta de dinero primario, de forma tal que corresponda a su demanda. Cualquier desequilibrio en la liquidez, que resulte de errores en la estimación diaria de la demanda de base, será corregido de inmediato mediante las operaciones que el banco central lleve a cabo en el mercado monetario.**

En términos técnicos, este criterio equivale a que, al determinar diariamente sus operaciones de mercado abierto, el Banco de México persiga un objetivo de cero en los saldos acumulados<sup>6</sup> de las cuentas corrientes que el instituto emisor lleva a los bancos comerciales, o en el monto del “corto” que esté en vigor. También implica que el Banco de México esterilizará el impacto monetario que resulte, entre otras razones, de las variaciones de los activos internacionales netos, y de las operaciones que efectúe la Tesorería de la Federación en su cuenta con el instituto emisor.

La aplicación estricta de esta regla podría implicar que el Banco de México acomodaría pasivamente la demanda de base monetaria que se manifestara. Esto podría ser fuente de algunos problemas: en lo específico, el instituto central podría, eventualmente, estar satisfaciendo una demanda de dinero congruente con un patrón de inflación superior al deseado.

Para estar en condiciones de detectar una desviación semejante y actuar en consecuencia, el Banco de México compara cotidianamente la evolución de la base con la trayectoria que, en principio, se estima coherente con el objetivo de inflación para el año. Esta última es muy difícil de precisar *a priori* debido a los siguientes factores: (a) la relación entre inflación y base puede cambiar con el tiempo; (b) los supuestos básicos para pronosticar la demanda de base para el año (referentes al crecimiento del PIB y la evolución de las tasas de interés) pueden no materializarse; y (c) la relación entre la demanda de base y las variables que explican su evolución también se puede

6. Para una descripción detallada del mecanismo de saldos acumulados, ver el Informe Anual del Banco de México de 1996.



modificar con el tiempo. Por eso, el Banco de México debe evaluar continuamente las diferencias que puedan resultar entre lo programado y lo realizado, así como analizar otros indicadores que proporcionan información sobre la evolución futura de la inflación. Estos son el tipo de cambio; las mediciones disponibles sobre las expectativas de inflación; los salarios contractuales; y el grado de sobrecalentamiento de la economía (relación entre PIB potencial y PIB observado).

En todo caso, debido a que el movimiento diario de la base monetaria es una referencia general y conveniente para el seguimiento de la política monetaria, nuevamente se publica en esta exposición, como se ha hecho desde 1997. La **trayectoria referida**, estimada a partir de la información disponible en enero de 1999, es congruente con el objetivo de inflación para el año, siempre y cuando se materialicen los supuestos que más adelante se mencionan. **Por tanto, representa otro de los elementos fundamentales del programa monetario.** La trayectoria en la gráfica 15, refleja también la acusada estacionalidad que tiene en México la demanda de billetes y monedas en circulación.

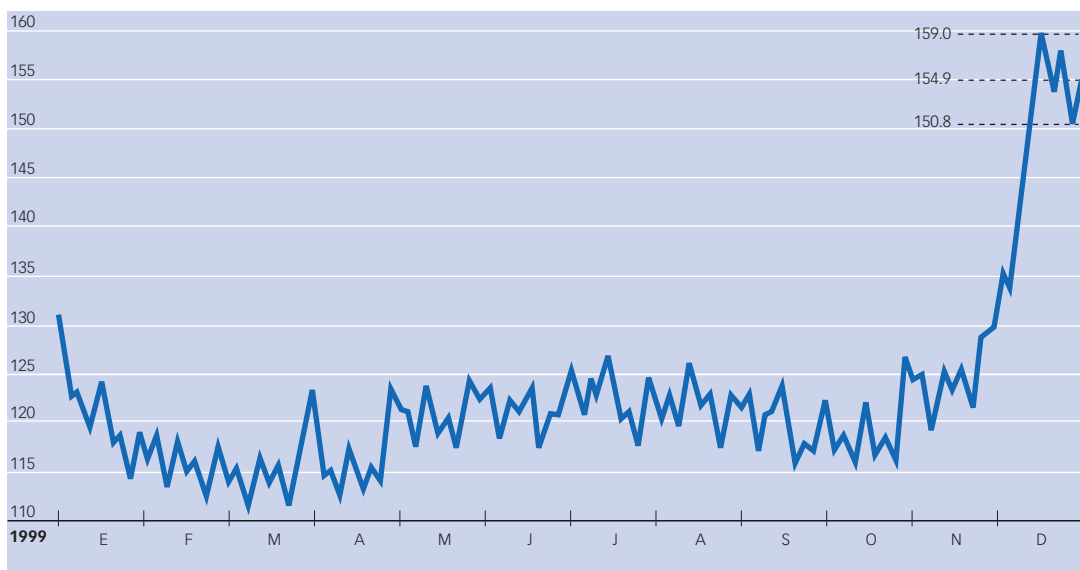
En lo específico, el Banco de México plantea que durante 1999 la base monetaria aumente 18.1 por ciento<sup>7</sup> respecto de su monto al cierre de 1998 (131,109 m.p.)<sup>8</sup>. Así, el crecimiento esperado de la base es superior al resultado de combinar las proyecciones para 1999 del crecimiento real del PIB (3 por ciento) y de la inflación (13 por ciento), en virtud de que se anticipa una remonetización del orden de 1.5 por ciento del monto de la base al cierre de 1998. Es pertinente recordar que la remonetización responde a la evolución de las tasas de interés y de las expectativas inflacionarias. Debido a que se esperan disminuciones de estas variables en el transcurso de 1999, se estima que dichas variaciones induzcan una mayor demanda de dinero primario.

7. Todos los bancos centrales enfrentan una gran incertidumbre hacia el año 2000, debido a que el cambio de milenio podría generar un aumento extraordinario, pero transitorio, de la demanda de billetes y monedas. El Banco de México ha venido trabajando desde 1997, en conjunto con otras autoridades y con los intermediarios, para evitar que la llegada del año 2000 afecte la operación del sistema financiero nacional. En caso de que se presentara el incremento referido en la demanda por medios de pago, el Banco de México lo satisficaría, pues no se generaría un exceso de oferta monetaria que pudiera afectar el proceso inflacionario. La probable incidencia de este fenómeno sobre la evolución de la base en 1999 no está incorporada en la trayectoria presentada, debido a que no se tienen elementos sólidos para cuantificarla. Sin embargo, por lo ya dicho, si este factor genera a la postre desviaciones de la trayectoria, no significará que el instituto central esté expandiendo el circulante de manera deliberada.

8. La cifra de 131,109 m.p. corresponde al saldo al cierre de 1998 de los billetes y monedas en circulación. La cifra correspondiente de la base fue 419 m.p. superior a la anterior debido a un error de pronóstico de la demanda de dinero primario al 31 de diciembre de 1998. Puesto que este error se revirtió al día siguiente, para el cálculo de la trayectoria de base para 1999 se consideró el saldo de los billetes y monedas en circulación al cierre del año pasado.

**Gráfica 15****Trayectoria Anticipada de la Base Monetaria para 1999**

Saldos diarios, cifras en miles de millones de pesos



El flujo anual de base se estima en 23,780 m.p., el cual da lugar, a su vez, a un saldo de 154,889 m.p. al cierre de 1999 (ver anexo). El intervalo de confianza para dicha cifra del saldo de la base monetaria, tomando una desviación estándar de los residuales que el modelo estima es, al cierre de 1999, de 159,000 a 150,800 m.p.

Como en años pasados, la trayectoria de la base monetaria en 1999 servirá principalmente como referencia para el caso en que se presenten desviaciones importantes entre lo observado y lo programado. El Banco de México evaluará dichas desviaciones, y sólo en caso de que éstas respondan a circunstancias que impliquen presiones inflacionarias adicionales, será de esperarse que se restrinja la política monetaria.

El Banco de México puede ajustar la oferta de dinero primario a la demanda, ya sea por medio de variaciones de su crédito interno o de sus activos internacionales netos. El banco central tiene relativamente mayor control sobre el crédito interno que sobre los activos internacionales. Por lo mismo, la administración 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 reforzar la seguridad de que el instituto central no generará deliberadamente presiones inflacionarias, el Banco de México ha decidido nuevamente incorporar en su programa monetario límites trimestrales a la variación del crédito interno. Estos límites tienen el carácter de complemento 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 referidos son el resultado de la evolución prevista de estos dos rubros.

La variación esperada de la base monetaria que se reporta en el gráfica 15, se derivó de las trayectorias anticipadas del PIB, las tasas de interés y la inflación. Por otra parte, a partir del pronóstico de las transacciones cambiarias que, según 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, la Comisión de Cambios ha decidido establecer un compromiso para 1999 de cuando menos no desacumular activos internacionales netos. Este compromiso es reflejo de dos factores fundamentales: (a) el difícil entorno externo que se vislumbra para 1999, y en el cual se prevén al menos precios deprimidos del petróleo; acceso limitado por parte del Gobierno Federal a los mercados internacionales de capital; y reducidos flujos de capital privado a los mercados emergentes; y (b) la apreciación, por parte de la Comisión, de que si bien el nivel de reservas internacionales del país no es óptimo, si es suficiente para enfrentar con holgura durante este año las obligaciones del país con el exterior en un escenario adverso.

El cuadro 4 reporta los límites trimestrales adoptados para 1999 de las variaciones del crédito interno y de los activos internacionales netos.

#### Cuadro 4

#### Límites Trimestrales a las Variaciones del Crédito Interno Neto en 1999

Flujos efectivos acumulados en millones

Trimestres	Aumentos mínimos de los activos internacionales netos		Base monetaria	Limitaciones a las variaciones del crédito interno neto <sup>1</sup>
	Dólares (A)	Pesos (B)	Pesos (C)	Pesos (C-B)
I	0	0	-7,776	-7,776
II	0	0	-10,049	-10,049
III	0	0	-10,239	-10,239
IV	0	0	23,780	23,780

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

Como se dijo, 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 una contracción de la base. Por consiguiente, de producirse una disminución en el crédito interno, ello no implicaría restricción para la economía, ya que la absorción de pesos resultante de esa disminución se compensaría con la inyección de moneda proveniente de la compra de divisas por parte del banco central.

El primer elemento fundamental del programa monetario, así como sus medidas complementarias, están encaminados a evitar que el propio Banco de México produzca excesos de oferta de base monetaria. Lamentablemente, dichas bases no garantizan por sí solas el abatimiento deseado de la inflación. Esto se debe a que, como ya se explicó, es posible la aparición de presiones inflacionarias adicionales por otras vías. Por un lado, las perturbaciones del exterior podrían causar una depreciación excesiva de la moneda nacional. Por otro, los aumentos salariales contractuales podrían resultar superiores al objetivo de inflación más los avances en productividad. Asimismo, podría haber ajustes imprevistos en los precios públicos para mantener las finanzas públicas bajo control.

Cualquiera de los eventos citados induciría elevaciones en las tasas de interés, las cuales tenderían a mitigar las presiones inflacionarias indeseables. Sin embargo, también podría suceder que el ajuste automático de las tasas no fuese suficiente para asegurar un comportamiento razonable de la inflación. En tal situación, el Banco de México consideraría restringir la política monetaria, en cuyo caso se utilizaría como instrumento el “corto”.

Mediante la ampliación del “corto”, el instituto central aumenta su objetivo negativo de saldos acumulados<sup>9</sup> de las cuentas corrientes que le lleva a la banca. Al poner más “corto” al sistema, el banco central ejerce una influencia alcista sobre las tasas de interés, que se produce, sobre todo, por la señal que a través de esa acción se envía al mercado, conforme se explicó antes.

La experiencia sugiere que las modificaciones del “corto” influyen sobre las tasas de interés, más por el mensaje que se manda por este conducto, que por su existencia misma. El banco central podría adoptar un “corto” no sólo para apoyar la lucha antiinflacionaria, sino para combatir situaciones desordenadas en los mercados cambiario o de dinero (en caso de que el tipo de cambio se deprecie rápidamente en un lapso muy corto de tiempo, o que las tasas de interés se encuentren anormalmente bajas).

9. Hay que recordar que al inicio de 1999 estaba en vigor un “corto” de 130 m.p. Ver sección II.4 de este documento.

Por simetría y en previsión de que llegue a ser necesario, el Banco de México también debe contar con la facultad de poder relajar la política monetaria. Esto podría ser conveniente cuando la evolución de la inflación indique que, de mantenerse todo igual, la tasa de inflación de referencia será mucho menor que la inflación objetivo.

En tal caso, sería indicado que el Banco de México adoptase una política monetaria más laxa. Esto equivaldría tanto a reducciones del “corto”, como a que el banco central aplique “largos”, mediante los cuales efectúa sus operaciones de mercado abierto con el fin de que se acumulen saldos positivos en el conjunto de las cuentas corrientes que lleva a las instituciones de crédito.

Lo dicho en los párrafos precedentes se puede resumir como sigue: el Banco de México, en la coyuntura actual de gran volatilidad en los mercados financieros, necesita contar con la facultad de poder ajustar discrecionalmente la política monetaria, en particular para hacerla más restrictiva cuando sea necesario. Esto da lugar al último elemento fundamental del programa monetario para 1999:

**El Banco de México podrá ajustar la política monetaria, en caso de que se presenten circunstancias inesperadas que lo hagan aconsejable.**

El instituto central utilizará los “cortos”, adoptando una política monetaria más restrictiva, principalmente en las siguientes circunstancias:

- (a) Cuando detecte presiones inflacionarias futuras incongruentes con el logro del objetivo de abatimiento de la inflación. En particular, la política monetaria procurará siempre neutralizar **los efectos secundarios** de los choques exógenos sobre los precios, y actuará en ocasiones de manera precautoria, contrarrestando **parcialmente los efectos inflacionarios directos** de los precios clave en la economía. El objetivo final es que los ajustes necesarios en los precios relativos afecten sólo moderadamente al INPC –elevando su nivel–, pero sin deteriorar las expectativas inflacionarias. Esto último, a fin de evitar que la dinámica inflacionaria se torne perversa;
- (b) Cuando se necesite restaurar el orden en los mercados cambiarios y de dinero; y
- (c) Cuando las expectativas de inflación se desalinien considerablemente respecto al objetivo.

Es pertinente señalar que, en el pasado el Banco de México ha utilizado otros instrumentos para reforzar la postura monetaria restrictiva. En particular, se hace referencia a los depósitos obligatorios de los bancos comerciales en el instituto central, y al uso temporal de un piso para la tasa de interés interbancaria<sup>10</sup>. Sin embargo, más que representar instrumentos alternativos al “corto”, se trata de mecanismos que lo complementan, y cuya finalidad es la de hacerlo más eficiente. De ahí que se prevea que, en lo fundamental, el Banco de México utilizará el “corto” como instrumento para indicar modificaciones en su postura monetaria.

10. Ver el Informe sobre la Política Monetaria de septiembre de 1998.

## V. Consideraciones Finales

---

Durante 1998, el desempeño de la economía mexicana fue favorable, en particular si se considera la condición adversa del entorno externo. El país se encuentra en una situación sólida para continuar creciendo y crear empleos durante el año en curso. Si se combinan estos factores con la aplicación de políticas prudentes, y si se profundiza y extiende la reforma estructural en los sectores clave de la economía, podremos aspirar a una transición suave al próximo milenio.

Sin embargo, la Junta de Gobierno del Banco de México considera que el repunte de la inflación registrado en 1998 es inconveniente y riesgoso. En consecuencia, reitera su intención de lograr en el futuro próximo una inflexión en la tendencia alcista del crecimiento de los precios. Para el caso, el instituto central hará el uso que sea necesario de los instrumentos previstos en esta exposición. Indudablemente, el objetivo de 13 por ciento para la inflación de 1999 es un propósito ambicioso en medio del entorno prevaleciente, pero es de gran importancia conseguirlo para marcar el camino hacia una desinflación gradual y sostenible.

No está por demás repetir, cuantas veces sea necesario, que el abatimiento de la inflación no es un objetivo que debe buscarse por sí mismo. La inflación causa inequidad e ineficiencia, razones más que suficientes para que combatirla sea una prioridad social. El alza acelerada de los precios incide en forma nociva en tres aspectos del desempeño de la economía: crecimiento económico, salarios reales y distribución del ingreso. Estas conclusiones no se derivan de un ejercicio académico, sino de la elocuente evidencia empírica de nuestro país:

- Dentro del periodo 1957–1997, en aquellos años en que la inflación anual fue de un dígito, el crecimiento anual promedio del PIB fue de 6.2 por ciento. Por otra parte, cuando la inflación anual fue de más de un dígito, el crecimiento promedio de la economía resultó de 3.7 por ciento.
- En el lapso 1957–1997, en los años en que se registró una inflación anual mayor a un dígito, la variación anual promedio del salario real fue negativa en 2.8 por ciento. En contraste, cuando la inflación anual fue de un dígito, el crecimiento anual promedio del salario real ascendió a 6.0 por ciento.

- Por último, se ha encontrado, en un estudio reciente, que un aumento de la inflación de 5 puntos porcentuales podría producir en el largo plazo una disminución de 11.4 por ciento en el ingreso per cápita del quintil más pobre de la población.

Frente a estos costos sociales, no cabe más que una postura decidida de desinflación. Esta es precisamente la tarea común que le compete encabezar al Banco de México. Una vez que se consiga una estabilización duradera, México podrá disfrutar de los dividendos correspondientes, a través de un mayor crecimiento económico sostenible, salarios reales en ascenso y una mejor distribución del ingreso.

Una razón por la cual la inflación es muy perjudicial para la solidez del marco macroeconómico, es porque daña a las finanzas públicas. Este fenómeno se deriva fundamentalmente del aumento del servicio de la deuda pública que resulta de las mayores tasas de interés reales y nominales que produce la inflación. Para ilustrar el punto, se puede decir que una disminución sostenible de 5 puntos porcentuales en el ritmo de crecimiento de los precios, podría llegar a reducir el déficit económico del sector público en aproximadamente 0.8 por ciento del PIB, mientras que el déficit operacional podría caer en 0.2 por ciento del PIB.

La política monetaria influye sobre la inflación a través de distintos canales; empero, los mecanismos no operan instantáneamente. Además, cuando la sociedad ha sufrido por mucho tiempo el flagelo de la inflación, es lógico que los agentes económicos reaccionen con lentitud y escepticismo frente a las decisiones estabilizadoras de las autoridades. En consecuencia, el éxito final requiere de dos virtudes: constancia para aplicar las acciones, y paciencia para esperar sus resultados.

Por tanto, la línea de visión adecuada al adoptar un programa de desinflación, debe trazarse mucho más allá del horizonte inmediato. Con esta óptica, la Junta de Gobierno estima que es razonable proponer, como meta del esfuerzo estabilizador para el próximo quinquenio, una aproximación gradual a la “inflación externa”.

Otra enseñanza que nos ha dado la experiencia, es que la estabilidad de precios no puede conseguirse, a un costo aceptable, sólo mediante la política monetaria. El logro de esa meta, requiere de una conjunción congruente de políticas. En el año en curso, el objetivo del déficit fiscal económico de 1.25 por ciento del PIB es coherente con una reducción significativa de la inflación.



En un ambiente continuamente cambiante, el instituto central debe mantener una actitud vigilante respecto a la evolución de la inflación, con objeto de detectar oportunamente perturbaciones desestabilizadoras y poder actuar en consecuencia en lo individual, y en coordinación con otras entidades públicas. Asimismo, para estar en condiciones de conseguir la estabilidad, a un costo aceptable, se requiere de la defensa pública y convincente, por parte del banco central, de sus tesis y de sus acciones.

La referencia al “costo aceptable” tiene un sustento teórico y práctico clave, y se relaciona con el papel de las expectativas. Si por razones históricas, o por una apreciación peculiar de las circunstancias actuales y futuras, el público supone que el alza de precios previsible es superior a la planteada por el gobierno, y actúa en consecuencia, se generará una condición potencialmente muy indeseable para un programa de estabilización. En tal estado de cosas, si las autoridades se ciñen con rigor a la meta oficial y emplean en su obtención todos los instrumentos a su disposición, los planes de los agentes económicos no podrán materializarse: el aumento de precios será menor que el esperado. Dada la rigidez que caracteriza al sistema económico mexicano, la frustración de las expectativas se traducirá en ventas decepcionantes, acumulación de inventarios, sobreproducción, reducción de utilidades, contracción del empleo, entre otros efectos. En una palabra, ello se verá reflejado en una recesión de la actividad económica. La desinflación se habrá logrado, pero el costo aparente del ejercicio será muy alto. Por razones que apelan al sentido común, el sacrificio descrito será mayor cuanto más grande sea la diferencia entre las estimaciones del público y las intenciones oficiales; esto es, en lenguaje común, entre menor sea la credibilidad.

Siguiendo la línea de razonamiento trazada en el párrafo anterior, se entiende entonces la importancia crucial que reviste la existencia de un “consenso social” a favor de la estabilidad. Si quienes toman las decisiones adoptan en lo fundamental la idea de la desinflación, las actitudes y las políticas se establecerán en concordancia. Por tanto, las discrepancias entre lo planeado y lo factible serán menores, reduciéndose en consecuencia el “costo” del ajuste.

Aplicando lo anterior a nuestra realidad inmediata, sería muy conveniente que en las próximas negociaciones salariales que se lleven a cabo, los acuerdos no se sustenten en expectativas de inflación extrapoladas a partir de la burbuja inflacionaria de diciembre pasado y del mes en curso. Es de esperarse que ésta se disipe en febrero, y que no mucho después se vea la inflexión en la tendencia de la inflación, en congruencia con el objetivo para el año. El Banco de México ha estado orientando sus acciones para conseguir este resultado. Por tanto, si estos factores no se incorporan en las expectativas de

inflación al momento de las negociaciones salariales, los costos de las empresas subirán, habrá un menor crecimiento del empleo y los ingresos reales de los trabajadores no se incrementarán conforme a lo deseado. Así, en la medida en que las expectativas de inflación se ajusten más ágilmente en respuesta a la política monetaria, menos gravoso será el proceso de desinflación.

Considerando lo apuntado, debe resultar evidente la importancia de que las metas establecidas, los instrumentos a utilizar y los resultados que se obtengan se conozcan con claridad por todos los participantes en el proceso.

Al respecto, no sobra recordar que el 13 por ciento propuesto por el Ejecutivo Federal se determinó a la luz de las condiciones prevalecientes en noviembre de 1998. El asunto se discutió y se convino con el banco central; y finalmente, se incorporó en forma explícita en la formulación del Presupuesto de Egresos y en la Ley de Ingresos, que resultaron aprobadas por la representación popular. Así, puede decirse con propiedad que el objetivo se ha establecido, esta vez y en el pasado reciente, con la nitidez adecuada.

En lo que toca a los medios utilizados para combatir la inflación, el Banco de México se ha ocupado de explicar su naturaleza, la mecánica conceptual de su influencia y la forma específica de su operación.

En los últimos tiempos, el Banco de México ha intensificado sus esfuerzos de comunicación; para el futuro próximo, ha decidido acentuar este intento, consciente de que, en una sociedad democrática, la única vía legítima y efectiva para alcanzar un propósito común –la estabilización– es convencer a los ciudadanos de la bondad del objetivo y de la pertinencia de los medios.

Este documento cumple con el mandato legal que obliga al banco central a informar al Congreso de la Unión y al Ejecutivo Federal sobre su actuación y sus planes. Pero su designio es más ambicioso: es el intento por reiterar la noción de que la inflación reduce –si no es que anula, en caso extremo– la utilidad del dinero como unidad de cuenta, como medio de pago y como almacén de valor. La fortaleza de una moneda depende de que el público confíe en que puede desempeñar dichas funciones con eficacia. La Junta de Gobierno expresa así su convicción de que retornar a la estabilidad y revigorizar el peso mexicano, son una y la misma cosa.

## VI.

## Anexo

**Pronóstico de los Saldos Diarios de la Base Monetaria para 1999**

Miles de millones de pesos

Días	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio
1	131.1	117.8	116.2	123.3	123.1	124.3
2	131.1	116.1	114.4	123.3	123.1	122.9
3	131.1	117.3	113.8	123.3	122.0	121.9
4	128.0	118.7	114.6	123.3	121.2	122.9
5	124.3	118.7	115.5	120.4	121.2	123.4
6	122.8	118.7	115.5	116.9	121.1	123.4
7	123.1	118.7	115.5	114.8	121.2	123.4
8	123.2	116.2	113.6	114.5	121.2	121.1
9	123.2	113.7	111.7	115.3	121.2	119.0
10	123.2	113.1	111.5	115.3	119.3	118.2
11	120.8	115.2	113.8	115.3	117.4	119.9
12	119.2	118.0	116.6	113.6	117.6	122.1
13	119.5	118.0	116.6	112.3	120.7	122.1
14	122.1	118.0	116.6	113.4	123.3	122.1
15	124.1	117.2	115.9	115.9	123.3	121.9
16	124.1	115.5	114.4	117.3	123.3	121.1
17	124.1	114.8	113.8	117.3	121.8	120.9
18	122.0	115.7	115.1	117.3	119.4	122.2
19	119.3	116.1	116.1	115.8	118.6	123.3
20	117.8	116.1	116.1	114.1	119.5	123.3
21	118.3	116.1	116.1	113.2	120.4	123.3
22	118.7	114.0	114.0	114.0	120.4	121.1
23	118.7	112.4	112.0	115.5	120.4	118.4
24	118.7	112.9	111.3	115.5	118.6	117.3
25	116.6	115.4	113.6	115.5	117.2	119.0
26	114.2	117.6	116.9	114.4	117.6	120.8
27	114.5	117.6	116.9	114.1	120.4	120.8
28	117.1	117.6	116.9	115.9	124.0	120.8
29	119.2		117.6	119.8	124.0	120.4
30	119.2		120.3	123.1	124.0	120.4
31	119.2		123.3		124.3	

**Pronóstico de los Saldos Diarios de la Base Monetaria para 1999**

Miles de millones de pesos

Días	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre
1	123.1	124.4	121.8	122.3	126.2	130.0
2	125.0	123.0	121.8	122.3	126.2	132.8
3	125.0	121.1	122.7	122.3	124.0	135.4
4	125.0	120.3	122.7	120.5	124.2	135.4
5	123.4	121.6	122.7	118.3	124.8	135.4
6	121.3	122.7	120.8	116.9	124.8	134.4
7	120.4	122.7	118.4	117.7	124.8	133.8
8	122.2	122.7	117.2	118.6	122.2	135.1
9	124.3	121.1	118.9	118.6	119.6	140.3
10	124.3	119.5	120.9	118.6	119.0	146.4
11	124.3	119.8	120.9	117.1	121.6	146.4
12	123.2	122.8	120.9	115.8	125.0	146.4
13	122.5	125.8	120.8	116.3	125.0	147.9
14	123.4	125.8	121.2	119.5	125.0	149.6
15	125.6	125.8	123.1	122.0	124.8	152.0
16	126.9	124.3	123.1	122.0	123.4	156.0
17	126.9	122.2	123.7	122.0	123.0	159.7
18	126.9	121.2	123.7	120.2	124.5	159.7
19	124.6	122.1	123.7	117.5	125.4	159.7
20	121.9	122.8	120.9	116.2	125.4	158.0
21	120.2	122.8	117.6	117.2	125.4	154.9
22	120.6	122.8	115.6	118.1	123.4	153.5
23	121.2	120.7	116.4	118.1	121.5	156.0
24	121.2	118.0	118.1	118.1	121.8	158.1
25	121.2	117.3	118.1	116.8	124.9	158.1
26	119.4	119.5	118.1	115.9	128.6	158.1
27	117.6	122.7	117.3	117.4	128.6	154.5
28	117.9	122.7	117.1	121.6	128.6	150.3
29	121.3	122.7	118.5	126.0	128.9	152.0
30	124.4	122.6	120.9	126.0	129.2	154.9
31	124.4	121.8		126.0		154.9