

***EXPOSICION SOBRE LA  
POLITICA MONETARIA PARA  
1996***



BANCO DE MEXICO

***ENERO DE 1996***

***GOBERNADOR***

MIGUEL MANCERA AGUAYO

***SUBGOBERNADORES***

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

*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 1996.*

*En esta exposición se actualiza e incorpora información ya proporcionada en el documento intitulado “Programa de Política Monetaria para el Ejercicio 1º de Enero al 31 de Diciembre de 1996”, publicado en el mes citado en último término.*

## INDICE

	<b>Pág.</b>
<b>I</b> INTRODUCCION.....	<b>5</b>
<b>II</b> POLITICA MONETARIA EN EL EJERCICIO DE 1995.....	<b>9</b>
1. El Programa Monetario .....	<b>9</b>
2. Evaluación del Programa Monetario para 1995.....	<b>13</b>
3. Intervenciones del Banco de México en el Mercado Bancario.....	<b>27</b>
4. Comentarios Adicionales.....	<b>28</b>
<b>III</b> PROGRAMA MONETARIO PARA 1996.....	<b>31</b>
1. Objetivo del Programa Monetario.....	<b>31</b>
2. Características de la Política Monetaria para 1996 .....	<b>31</b>
3. Ejecución de la Política Monetaria.....	<b>38</b>

## I INTRODUCCION<sup>1</sup>

La interrupción repentina del flujo de capitales del exterior hacia México a finales de 1994 e inicios de 1995 y la consecuente devaluación de la moneda nacional, impusieron a la economía del país un ajuste inevitable. En estas circunstancias, la tarea prioritaria de las autoridades ha sido la de procurar que dicho ajuste se lleve a cabo de manera ordenada y rápida, a fin de que la economía pueda recuperarse en el plazo más corto posible. Para lograrlo, durante el último año la política económica y, en particular, la monetaria han centrado sus esfuerzos en abatir con rapidez el impulso inflacionario causado por la devaluación.

De no haber dado las autoridades respuesta expedita a la situación que enfrentaba el país, el comportamiento de los flujos de capital externo se hubiese tornado aún más adverso. La moneda nacional se hubiese depreciado todavía más, las tasas de interés serían más elevadas y el inevitable deterioro del salario real estaría resultando más severo que el ocurrido. Asimismo el daño al sistema financiero nacional habría sido de mayores proporciones y la contracción de la actividad económica más aguda y prolongada.

El camino elegido por las autoridades mexicanas, en conjunción con los apoyos internacionales obtenidos, ha permitido avanzar en el reordenamiento macroeconómico: la volatilidad del tipo de cambio ha tendido a disminuir; las expectativas inflacionarias han venido declinando y, por consiguiente, las tasas de interés nominales han también descendido. El enorme problema que significó la corrida financiera contra el país se ha

---

<sup>1</sup> Las cifras correspondientes a 1995 que se citen en el presente documento son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

disipado y se observa un renovado acceso de México a los mercados internacionales de capital. Este último logro y el brillante desempeño de las exportaciones, ha jugado un importante papel en la incipiente recuperación de la actividad económica.

No obstante lo anterior, algunas personas e instituciones son de la opinión que durante los próximos meses la política monetaria se debería orientar a estimular el crecimiento, relegando a un segundo plano la lucha contra la inflación. Al respecto, es pertinente recordar que en ningún país se ha encontrado una relación positiva y estable entre la tasa de crecimiento de la oferta de dinero y la del PIB real. En países como México, con un largo historial inflacionario, ni siquiera en el corto plazo existe dicha relación. La población ha aprendido que una política monetaria expansiva implica un crecimiento más rápido de los precios, de manera que, cuando se pone en práctica una política de ese tipo, la población de inmediato ajusta al alza sus expectativas inflacionarias.

Este ajuste de expectativas no es inocuo, toda vez que redundaría en aumentos en las tasas de interés, tanto nominales como reales. Con ello, muy pronto se revierte, incluso de manera desproporcionada, la posible disminución de las tasas que inicialmente hubiese podido inducirse por vía de la expansión monetaria. El ajuste alcista de las tasas de interés nulifica cualquier repercusión positiva que la más amplia oferta monetaria hubiera podido producir sobre el gasto privado y el ingreso. Más aún, la adopción de una política monetaria expansiva da lugar no sólo a una mayor inflación, sino también a fugas de capital, depreciación del tipo de cambio y a un impacto negativo sobre la tasa de crecimiento del PIB.

Por el contrario, la perseverancia en la aplicación de políticas de estabilización infunde confianza en el público de que la inflación será controlada. Esta confianza es la única fuerza capaz de reducir de manera sostenible las tasas de interés reales y nominales, al eliminar, o al menos reducir, la prima por el riesgo potencial de alzas repentinas en el nivel general de precios. Es por esta razón que, en general, la forma en que mejor puede un banco central contribuir al desarrollo económico es procurando la estabilidad de precios. En esta premisa se sustentó el programa monetario para 1995 y se apoya el correspondiente para 1996.

El proceso de estabilización en que se encuentra el país hace conveniente que el Banco de México establezca como parte toral de su programa monetario un límite al crecimiento anual de su crédito.

En un régimen cambiario de flotación, la base<sup>2</sup> monetaria se modifica fundamentalmente por el manejo del crédito del instituto emisor,<sup>3</sup> toda vez que el banco central no se ve en el caso de tener que inyectar o sustraer liquidez por una intervención obligada en el mercado de cambios. Así, es mediante el manejo de su crédito que el banco central puede influir sobre el nivel y la evolución de las tasas de interés. A través de éstas, incide sobre la trayectoria del tipo de cambio y de la demanda agregada, y, por ende, sobre el comportamiento del nivel general de los precios. De ahí que el crédito interno neto juegue un papel preponderante en la formulación de la política del Banco de México.

---

<sup>2</sup> Base monetaria o dinero primario es la suma de los billetes y monedas en circulación y los saldos de los depósitos en cuenta corriente de las instituciones de crédito en el banco central.

<sup>3</sup> Cuando se haga referencia al crédito del banco central o al crédito primario habrá de entenderse que se alude al llamado crédito interno neto, o sea el financiamiento que el banco central proporciona a residentes en el país menos los pasivos que tiene a favor de éstos, por ejemplo, los depósitos del Gobierno Federal o de los bancos. El crédito externo es sinónimo de reserva internacional y se califica como externo por implicar financiamiento a no residentes.

El establecimiento de un límite al crédito primario coadyuva a que los agentes económicos puedan dar seguimiento a la ejecución de la política monetaria del banco central, elemento clave para que sus expectativas inflacionarias vayan convergiendo con las proyecciones de precios que las autoridades hayan establecido como objetivo y, a la postre, para que se logre el abatimiento de la inflación.

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

## **II. LA POLITICA MONETARIA EN EL EJERCICIO DE 1995**

### **1. El Programa Monetario**

El programa monetario para 1995 se formuló conforme a lo siguiente:

- i) El Banco de México determinó en enero un límite de 10,000 millones de pesos<sup>4</sup> (m.p.) para el aumento de su crédito interno neto. Dicho límite fue ratificado en marzo pasado,<sup>5</sup> al considerarse compatible con los pronósticos del Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (PARAUSEE) respecto de la actividad económica y de la inflación de 1995. El propio límite parecía suficiente para que, a través del crédito primario, se pudiera

---

4

De conformidad con lo dispuesto en el Decreto publicado en el Diario Oficial de la Federación el 22 de junio de 1992 por el cual se crea una nueva unidad del Sistema Monetario de los Estados Unidos Mexicanos, a partir de 1996 debe omitirse el adjetivo nuevo de las cantidades expresadas en moneda nacional. En el presente documento se procede en consecuencia, aún cuando se trate de cantidades correspondientes a 1995.

5

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



satisfacer el incremento anual de la demanda de base, aún suponiendo que la reserva internacional no aumentara.

- ii) El crédito interno neto se definió como la diferencia entre la base monetaria y la reserva internacional del Banco de México. A su vez, la base monetaria se definió como la suma de billetes y monedas en circulación más el saldo neto de las cuentas corrientes que el Banco de México lleva a las instituciones de crédito. La reserva internacional se determinó conforme a los artículos 19 y 20 de la Ley que rige a la Institución. Según el primero de ellos, los pasivos del Banco, derivados de créditos con propósitos de regulación cambiaria, no se restan de los activos internacionales para determinar dicha reserva.
  
- iii) El crédito del banco central se manejaría usualmente de manera que la oferta de dinero primario atendiera la demanda de base monetaria esperada cada día. Sin embargo, esto podría modificarse en atención al comportamiento de varios indicadores, entre los cuales destacan los siguientes:
  - La evolución de la base monetaria en relación con su trayectoria deseable.
  - La evolución del tipo de cambio.
  - Las divergencias entre la inflación observada y la pronosticada.
  - Los resultados de encuestas sobre las expectativas inflacionarias del público y de los especialistas en la materia.

- La trayectoria de otros factores, tales como las revisiones de los contratos colectivos de trabajo.

Al evaluar la incidencia de cada uno de estos indicadores sobre la marcha del nivel general de los precios, en algunas ocasiones el Banco de México modificó el monto o las condiciones de suministro de su crédito interno neto. Este fue el caso, por ejemplo, de los primeros días de noviembre último, cuando el tipo de cambio aumentó considerablemente. El Banco de México decidió entonces restringir su crédito. Esta acción produjo aumentos en las tasas de interés, los cuales resultaron eficaces para inducir la posterior apreciación de la moneda nacional.

Con el propósito de poder manejar su crédito con mayor precisión, en marzo de 1995 este instituto central decidió adoptar un esquema de encaje promedio cero. Según dicho esquema, los saldos deudores que aparecen al cierre de cada jornada en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco de México, deben ser compensados, dentro de períodos de 28 días, mediante la constitución en otros días de saldos acreedores en esas mismas cuentas, de por lo menos igual monto. El incumplimiento de esta norma implica una sanción pecuniaria para el banco infractor, que se calcula con base en el monto del faltante acumulado y en una tasa de interés equivalente a dos veces la tasa vigente de Cetes a 28 días.

Si en determinadas circunstancias conviene restringir la oferta de base, el Banco de México induce sobregiros en las cuentas corrientes que lleva a la banca.<sup>6</sup> Para compensar estos sobregiros y evitar, así, la sanción correspondiente, las instituciones de crédito procuran generar excedentes de

efectivo para depositarlos en el banco central. Al efecto, los bancos deben contraer el crédito que otorgan o atraer nuevos depósitos. Estas acciones propician la elevación de las tasas de interés, la cual, a su vez, tiene efectos sobre el tipo de cambio, los flujos de capital, el gasto del público y, a la postre, sobre la inflación.

## 2. Evaluación del Programa Monetario para 1995

La experiencia mexicana, así como la de otros muchos países, confirma que la política monetaria hace su contribución más eficaz al crecimiento económico y al empleo cuando se orienta a lograr la estabilidad del nivel general de precios. En congruencia con lo anterior, el objetivo primordial del programa monetario para 1995 fue contrarrestar los efectos inflacionarios de la devaluación.

Es pertinente reiterar que un banco central, aun contando con la facultad de manejar su propio crédito, no puede controlar directamente la evolución del nivel general de los precios. Su influencia sobre esta variable se da a través del efecto que sus acciones pueden ejercer sobre la demanda agregada, el tipo de cambio y las expectativas. Sin embargo, existe una amplia gama de factores ajenos a las decisiones de cualquier banco central, que inciden sobre la evolución de los precios. Entre dichos factores, deben destacarse los ajustes de los precios y tarifas públicos, los salarios, las variaciones de los impuestos indirectos, como el aplicable al valor agregado y los concernientes al comercio exterior, las fluctuaciones de los precios internacionales de las materias primas y la inflación externa. Toda vez que la

---

<sup>6</sup>

Estos sobregiros pueden ser inducidos con facilidad si el Banco de México no otorga nuevos financiamientos que repongan en su totalidad los importes de los vencimientos, que ocurren casi a diario, de los créditos que previamente ha otorgado a los bancos comerciales.

adopción de una política monetaria adecuada a cada coyuntura es elemento necesario, mas no suficiente, para lograr el abatimiento de la inflación, al evaluar los resultados de dicha política conviene identificar los principales factores que influyeron sobre la marcha del nivel general de precios.

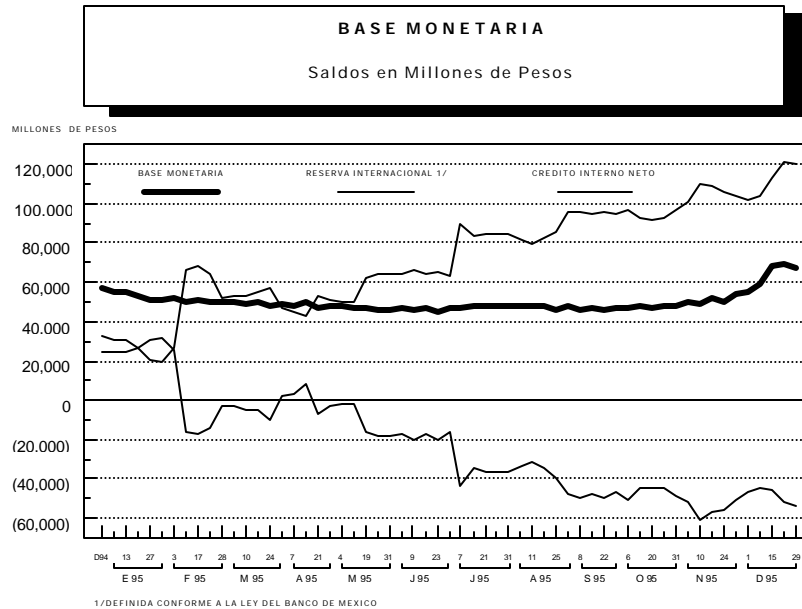
Como ya es sabido, el crecimiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), que resulta de comparar el nivel de diciembre de 1995 con el de diciembre de 1994, fue de 51.97 por ciento. Los principales elementos que explican la diferencia entre la inflación anual y la proyección de 42 por ciento, contenida en el PARAUSEE, fueron los siguientes:

- i) El tipo de cambio promedio durante 1995, de 6.41 nuevos pesos por dólar, resultó superior en casi siete por ciento al previsto, de 6 nuevos pesos por dólar.
- ii) La tasa de inflación mensual de diciembre fue mayor que la originalmente estimada, debido a que parte de las medidas con incidencia sobre los precios que conforman el programa económico para 1996, entraron en vigor durante aquél mes. Dichas medidas fueron el incremento al salario mínimo de 10 por ciento, así como un ajuste de 7 por ciento en algunos precios y tarifas del sector público.
- iii) A lo largo de octubre y la primera mitad de noviembre el peso mexicano se depreció en forma sustancial por efecto de factores especulativos ajenos a la situación fundamental de la economía. No obstante que dicho movimiento cambiario se ha revertido parcialmente, incidió sobre la tasa de inflación correspondiente a noviembre y diciembre pasados.

En todo caso, el hecho de que la inflación de 1995 haya sido menor a la mitad de la depreciación de la moneda nacional ocurrida de diciembre de 1994 al mismo mes de 1995, permite inferir que la política monetaria adoptada contribuyó a contener las presiones inflacionarias a las que estuvo sujeta la economía mexicana.

El programa de política monetaria para 1995 también puede ser evaluado a la luz del cumplimiento con el límite establecido para el crédito interno neto. El monto de éste se redujo sustancialmente desde principios del año y, en particular, a partir de mayo. Durante el ejercicio, el crédito del Banco de México decreció en 77,688 millones de pesos (m.p.), al pasar su saldo de 24,196 m.p. al 31 de diciembre de 1994, a (-)53,492 m.p. al 29 de diciembre de 1995. Cabe recordar que cuando se fijó el límite de 10,000 m.p. al crecimiento de ese agregado, México aún no contaba con apoyos externos y recién se había adoptado un régimen cambiario de flotación. En consecuencia, en ese entonces no era posible anticipar una acumulación importante de reservas internacionales a lo largo de 1995. De ahí que el límite al crédito del banco central para ese año se haya fijado con vista al crecimiento deseable de la base monetaria en el supuesto que las reservas internacionales no aumentaran.

Gráfica 1



La posterior disponibilidad de apoyos externos y la resultante acumulación de reservas que ello hizo posible, determinó por sí sola una disminución del crédito interno neto de 87,562 m.p. Esta disminución fue parcialmente compensada por el moderado aumento de la base monetaria, que en todo el año fue de 9,874 m.p.

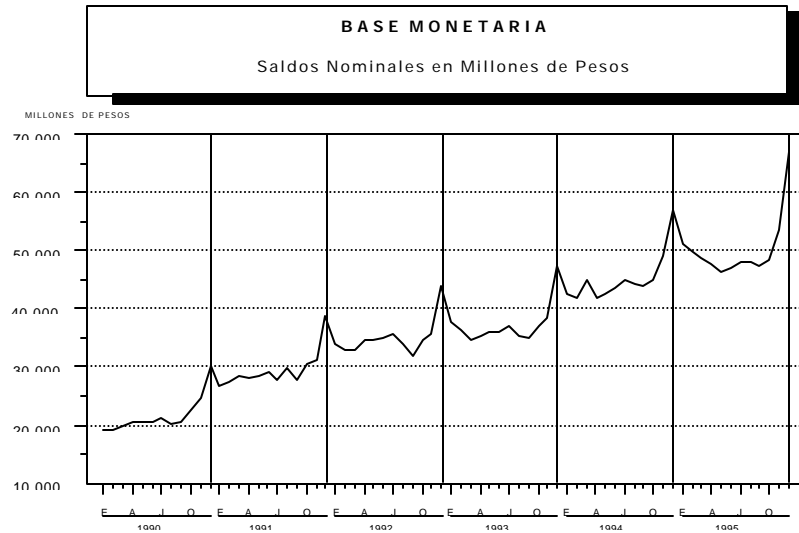
Al respecto, cabe recordar que el crédito interno neto fue definido como la diferencia entre el monto de la base monetaria y el de la reserva internacional. Por tanto, para poder explicar el comportamiento de dicho crédito durante 1995, es indispensable analizar la evolución tanto de la base monetaria como de las reservas internacionales.

a) **Comportamiento de la base monetaria en 1995**

Durante 1995, la base monetaria aumentó en 9,874 m.p., mientras que los billetes y monedas en circulación lo hicieron en 9,889 m.p. La práctica coincidencia entre estas dos cifras se explica porque en el régimen de encaje promedio cero, los bancos no requieren tener depósitos en el banco central, sino para compensar los sobregiros. Así, el comportamiento de la base monetaria en dicho período dependió casi en su totalidad de la evolución de los billetes y monedas en circulación.

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

Gráfica 2



Si por factores estacionales disminuye la demanda de base, el Banco de México debe contraer su crédito interno neto.<sup>7</sup> De otra manera, la referida disminución de la demanda da lugar a un exceso de oferta de dinero que se traduce en presión cambiaria y, ulteriormente, inflacionaria. Debe quedar claro que tal contracción del crédito primario no está dirigida a crear una estrechez monetaria. Mediante esa acción, sólo se procura el equilibrio del mercado de dinero, sin afectar el nivel de las tasas de interés.

Por otro lado, si se observa una mayor demanda de billetes y monedas por factores estacionales, el instituto central debe atenderla. De lo contrario, estaría generando una astringencia innecesaria de liquidez, lo que redundaría en aumentos de las tasas de interés y en una contracción del gasto. En la medida que el banco central se limite a satisfacer la mayor demanda base, no está relajando la política monetaria.

7

Esto puede no ser necesario si en esa época disminuyen los activos internacionales netos del banco central.

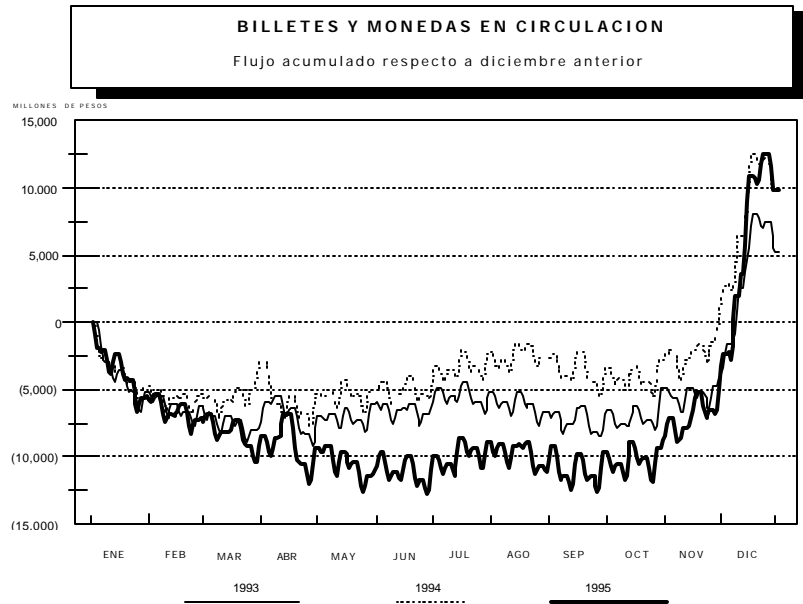


Al considerar el comportamiento de los billetes y monedas en circulación durante 1995, destacan dos fenómenos (ver gráfica 3):

- i) La caída del saldo de los billetes y monedas en circulación en el período enero-noviembre fue mayor y más prolongada que las observadas en los años anteriores durante iguales lapsos. Esto, en razón de que en el período considerado influyeron factores distintos de la estacionalidad, que dieron lugar a una menor demanda de dichos medios de pago.

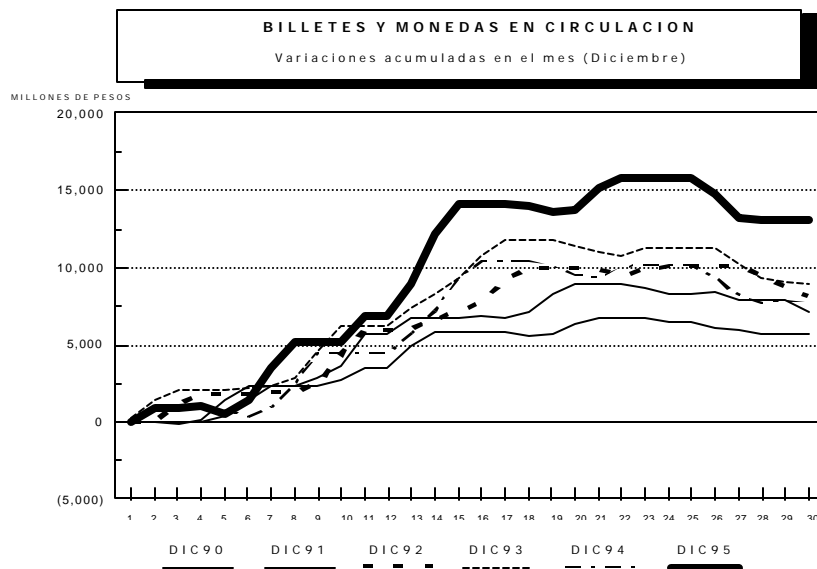
Al respecto, destacan una débil actividad económica y el gran aumento de las tasas de interés causado por la inflación y la incertidumbre. La disminución de la demanda de billetes y monedas observada en 1995 también se vio agudizada por la evolución de otras dos variables: la caída de los salarios reales y el aumento del desempleo. Un concepto que muestra la suma de estos últimos fenómenos es la evolución de la masa salarial. En octubre de 1995, la masa salarial correspondiente a la industria manufacturera cayó 24 por ciento en términos reales con respecto a su nivel del mismo mes del año anterior. Dado que los asalariados demandan proporcionalmente mayor cantidad de billetes y monedas que otros agentes económicos, la reducción de la masa salarial que tuvo lugar en 1995 es relevante para entender la trayectoria de la base monetaria.

Gráfica 3



- ii) El aumento estacional de la demanda de billetes y monedas que se observa en diciembre de cada año, fue anormalmente alto en 1995. Esto se puede observar en las gráficas 3 y 4.

Gráfica 4



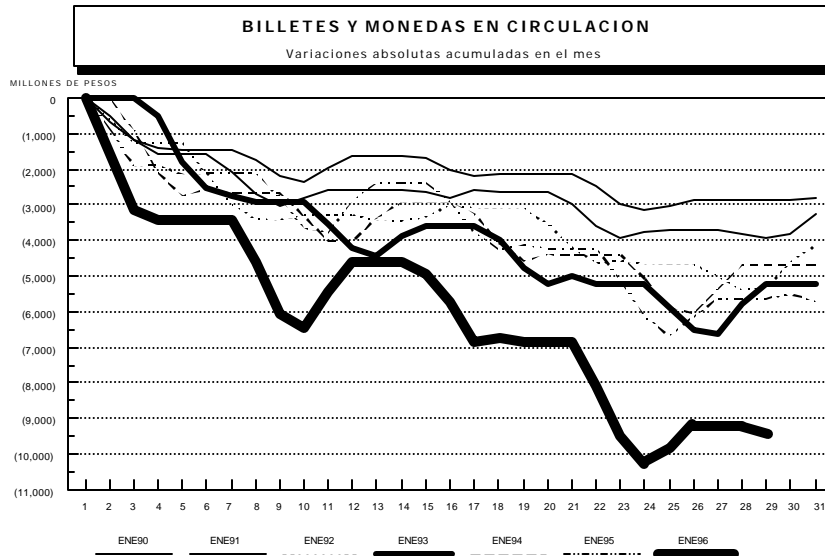
Lo anterior respondió en lo fundamental a dos factores:

- Durante diciembre, el Gobierno Federal hizo pagos derivados de PROCAMPO por más de 2,900 m.p., monto superior al esperado para dicho período y al registrado en diciembre de 1994. Vale la pena mencionar que dichos pagos se efectúan a través de cheques de la Tesorería de la Federación, los cuales suelen ser cobrados en efectivo por los beneficiarios.
- El 25 de diciembre de 1995 y el primero de enero de 1996 cayeron en lunes, por lo que los últimos dos “fines de semana” del año fueron de tres días. Esto redundó en que en los viernes inmediatos anteriores a dichos días de asueto, la cantidad

demandada de billetes y monedas haya sido mayor a la usual en esa época del año.

Es pertinente señalar que los citados factores tuvieron efecto sólo durante un breve plazo, lo cual lo constata el hecho de que la contracción estacional de la demanda de billetes y monedas en circulación durante enero de 1996 ha sido bastante más pronunciada que la de años anteriores (ver Gráfica 5) y que la esperada en diciembre último.

Gráfica 5



La mayor demanda estacional de billetes y monedas a finales de 1995 contribuyó a que la base monetaria aumentara en el año en cerca de 10,000 m.p., lo cual, en ausencia de incrementos de la reserva internacional, hubiera dado lugar a una elevación del crédito interno neto prácticamente igual a su límite para el año.

(b) **Comportamiento de la reserva internacional en 1995**

Como es del conocimiento público, la reserva internacional del Banco de México pasó de 6,148 millones de dólares (m.d.) al cierre de 1994 a 15,741 m.d. al 29 de diciembre de 1995, con una acumulación de 9,593 m.d. Esta última cantidad y el aumento del tipo de cambio del 31 de diciembre de 1994 al 29 de diciembre de 1995 determinaron, sin considerar el efecto del incremento de la base monetaria, una reducción de 87,562 m.p. en el monto del crédito interno neto.

Conviene advertir que, según la definición utilizada de crédito interno, las variaciones en la valuación en moneda nacional de la reserva internacional pueden dar lugar a modificaciones de dicho crédito. En efecto, recuérdese que este último se estima en atención al monto de la base monetaria y de la reserva internacional, traducida ésta a moneda nacional al tipo de cambio del día de que se trate.

También es importante advertir que las reducciones del crédito interno neto resultantes de la acumulación de divisas no implicaron el retiro de recursos financieros de la economía por parte del Banco de México, en la medida que tal acumulación haya resultado de la recepción de crédito externo por el propio banco central o del ascenso del tipo de cambio. Esta consideración apuntó a la conveniencia de adoptar, para 1996, una nueva definición de crédito interno que refleje mejor la política del banco central.

3. **Intervenciones del Banco de México en el mercado cambiario**

A partir de la segunda quincena de septiembre y hasta finales del año, el tipo de cambio se depreció aceleradamente o fluctuó de manera violenta.

Toda vez que estos fenómenos no corresponden a la situación fundamental de la economía, la Comisión de Cambios<sup>8</sup> resolvió que el instituto central interviniera en el mercado de divisas. Durante noviembre lo hizo en dos jornadas, utilizando un reducido monto de reservas (300 m.d. en total). El Banco de México volvió a intervenir otras dos veces en el mercado de cambios en diciembre, vendiendo un monto total de 205 m.d.

Las citadas intervenciones frenaron la caída del peso y contribuyeron a ordenar el mercado de cambios. La eficacia de las intervenciones del Banco de México en el mercado cambiario es en parte explicable, porque fueron acompañadas de acciones complementarias en materia monetaria. Con motivo de esas acciones, el instituto central propició el alza de las tasas de interés.

Las intervenciones efectuadas por el Banco de México durante los últimos dos meses de 1995 en el mercado cambiario no implican el abandono del régimen de flotación. Existen ocasiones en que, sin mediar modificación en las condiciones fundamentales de la economía, la dinámica del mercado puede determinar situaciones particularmente desordenadas, en cuyo caso la intervención del banco central es útil para estabilizar la cotización de la moneda nacional. Intervenciones de este tipo deben ser esporádicas, y realizarse de preferencia en situaciones en las que con montos relativamente pequeños se pueda tener un impacto importante sobre el tipo de cambio. Además, por lo general, dichas intervenciones deben ser complementadas con medidas de política monetaria.

#### **4. Comentarios adicionales**

---

<sup>8</sup>

La Comisión de Cambios, prevista en el artículo 21 de la Ley del Banco de México, está integrada por el Secretario y dos Subsecretarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y por el Gobernador y dos Subgobernadores del Banco de

a) Es bien sabido que los deudores y los intermediarios financieros atraviesan por una situación difícil. Por ello, durante 1995 las autoridades consideraron conveniente apoyarlos. En el período enero-diciembre el Banco de México otorgó créditos al Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) por 37,975 m.p. y al Fondo de Apoyo al Mercado de Valores (FAMEVAL) por 1,983 m.p. Pero el instituto emisor evitó que los apoyos referidos se tradujeran en expansión monetaria. Al efecto esterilizó montos iguales, ya sea por medio de la reducción de sus créditos a los intermediarios financieros o en virtud de depósitos constituidos en el banco central por el propio FOBAPROA o por los bancos apoyados por este último.

b) En diciembre pasado, el Banco de México decidió dar a conocer por anticipado los principales elementos de la política monetaria programada para el lapso comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 1996. Se estimó que dicha información podría servir para infundir mayor confianza en el proceso de estabilización de precios. En el documento que se preparó con tal propósito,<sup>9</sup> se pronosticó un saldo de base monetaria para el cierre de 1995 de 63,000 m.p., lo que representaba un aumento de 9,370 m.p. en diciembre y de 6,065 m.p. para todo el año.

Sin embargo, el saldo de la base al 29 de diciembre pasado fue de 66,809 m.p., lo que implicó un aumento de 13,179 m.p. en el mes y de 9,874 m.p. para todo el año, cifra, esta última, muy cercana al objetivo implícito en el programa monetario de 1995. A pesar de que la cifra de cierre fue mayor a la esperada, el crecimiento anual de la base fue de sólo 17.34 por ciento, tasa inferior al crecimiento nominal del PIB en el año. Lo anterior significa que

---

México. Esta Comisión tiene la facultad de determinar la política cambiaria.

9

Dicho documento se intitula "Programa de Política Monetaria para el Ejercicio 1º de Enero al 31 de Diciembre de 1996", Banco de México, diciembre de 1995.



durante 1995 ocurrió una importante elevación de la velocidad de circulación del dinero. Este fenómeno es característico de tiempos en que se incrementa la inflación, como sucedió durante 1995. Una mayor inflación erosiona con rapidez el poder adquisitivo del circulante y por lo tanto aumenta el costo de mantener billetes y monedas. De manera simétrica, es de esperarse que, al descender la inflación, se registre una disminución de la velocidad de circulación del dinero, que se refleje en un aumento de la base monetaria mayor a la tasa de inflación.

c) A lo largo de 1995, este instituto central informó semanalmente sobre la evolución del crédito interno neto, de la base monetaria y de la reserva internacional. Además, los participantes en los mercados financieros y los analistas contaron con información diaria sobre el monto de la base monetaria y respecto de las operaciones de inyección y extracción de liquidez practicadas por el Banco de México.

### **III. PROGRAMA MONETARIO PARA 1996**

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

El objetivo primordial del programa monetario para 1996 es contribuir al abatimiento de la inflación, de casi 52 por ciento en 1995 al 20.5 por ciento<sup>10</sup> establecido en la Alianza para la Recuperación Económica (ARE). Se prevé que una política monetaria orientada a lograr dicho objetivo, en combinación con las medidas contenidas en la propia Alianza y en el documento del Ejecutivo Federal denominado Criterios Generales de Política Económica, harán posible alcanzar, a la vez, la meta de crecimiento real del PIB en 1996, de cuando menos 3 por ciento.

#### **2. Características de la política monetaria para 1996**

Para que la política monetaria sea exitosa en la consecución de su propósito primario de procurar la estabilidad de los precios, es indispensable que propicie la convergencia de las expectativas inflacionarias del público con el objetivo de abatimiento de la inflación de las autoridades. Lo anterior requiere, entre otros factores, que el público pueda evaluar la congruencia de la política monetaria con el citado objetivo de inflación. A fin de facilitar esta evaluación, el Banco de México ha decidido establecer, al igual que en 1995, un límite al crecimiento de su crédito interno neto.

Además, para que el público cuente con indicadores que permitan un mejor seguimiento de las acciones del banco central, en el programa

---

<sup>10</sup> Estos porcentajes reflejan la elevación del nivel general de los precios en diciembre del año de que se trate respecto del mismo mes del año inmediato anterior.

monetario para 1996 se utilizará una definición del crédito interno neto diferente de la usada en 1995. Esta última, como ya se explicó, no refleja en todos los casos la postura de la política monetaria.

a) **Definición del crédito interno neto**

En 1996 el concepto “variación del crédito interno neto” se define como la variación de la base monetaria menos la variación de los activos internacionales netos. Por estos últimos se entiende el resultado de restar a los activos internacionales brutos, los pasivos del Banco de México a favor del Fondo Monetario Internacional (FMI). Las variaciones de los activos internacionales netos se traducirán a moneda nacional usando el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación. Esta definición del crédito interno neto es la generalmente utilizada por analistas nacionales e internacionales.

Con la nueva definición, el monto del crédito interno no se verá afectado cuando el Banco de México reciba o amortice financiamientos del FMI. Ello, en razón de que los activos internacionales netos no variarán al modificarse, por una misma cantidad, tanto los activos como los pasivos del instituto emisor denominados en moneda extranjera. Los activos internacionales netos sólo variarán como resultado de las transacciones cambiarias que el Banco de México lleva a cabo con el sector público (Gobierno Federal y Pemex principalmente) y de las intervenciones que el instituto central llegue a efectuar en el mercado cambiario.<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Esta afirmación tiene una sola excepción por cuanto al pago, por 1,458 m.d., que el 29 de enero de 1996 se hizo a las autoridades financieras de los Estados Unidos y al Banco de Canadá de los apoyos recibidos por el Banco de México. Dicho pago implica una disminución de los activos internacionales netos.



**b) Límite al crecimiento anual del crédito interno neto**

De acuerdo con el programa económico para 1996, es de esperarse para este año un crecimiento del PIB real de por lo menos 3 por ciento, tasas de interés a la baja y una importante caída de la inflación. Todos estos factores serán estimulantes de la demanda de base monetaria. Debido en especial al descenso previsible de la inflación y de las tasas de interés, puede pronosticarse una disminución en la velocidad de circulación del dinero. Al respecto, cabe recordar que al caer las tasas de inflación y de interés, el costo para los agentes económicos de mantener billetes y monedas tiende a reducirse. Ello producirá un aumento relativo de la demanda de base, mayor al que podría derivarse únicamente del incremento de los precios y del PIB real.

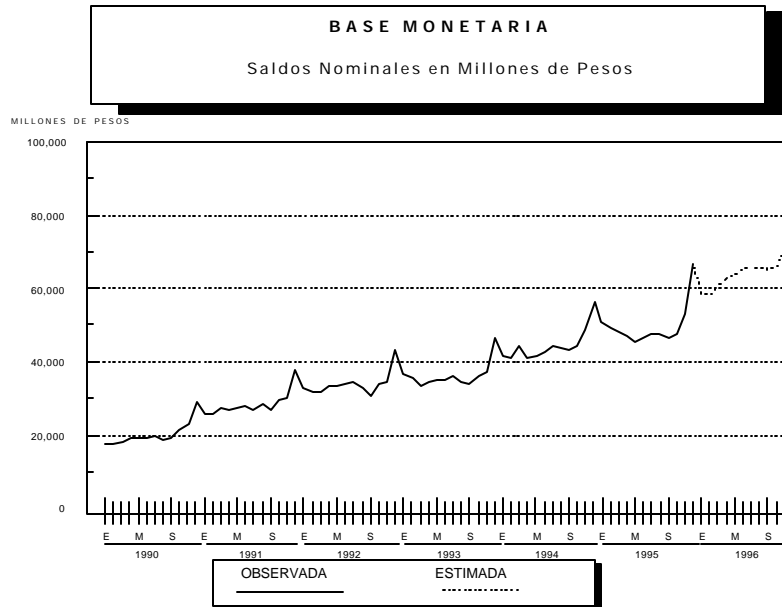
Con fundamento en los pronósticos, para 1996, de crecimiento económico, de tasas de interés, de inflación y de masa salarial, el Banco de México anticipa un aumento de la base monetaria de 18,000 millones de pesos, 27 por ciento del monto de ésta al cierre de 1995. La trayectoria pronosticada para la base<sup>12</sup> en 1996 se muestra en la gráfica 6. El hecho de que la tasa de crecimiento esperada para ese agregado monetario (27 por ciento) sea superior a la resultante de combinar el crecimiento real del PIB con la inflación proyectada, implica una remonetización aproximada de 2.4 por ciento.<sup>13</sup> Como se explicó con anterioridad, ello será reflejo del aumento en la demanda de dinero.

**Gráfica 6**

---

<sup>12</sup> El modelo se que utilizó para elaborar el citado pronóstico se publicará como parte de los Documentos de Investigación del Banco de México durante el primer trimestre de 1996.

<sup>13</sup> Si la remonetización esperada para 1996 se calcula a partir del saldo ajustado de cierre de la base monetaria en 1995 (63,000 m.p.), aquélla resulta de 3.7 por ciento.



Todo pronóstico de la variación anual de la demanda por base tiene un margen de error, el cual tiende a ser más amplio en situaciones en las que las expectativas del público acerca de la inflación futura son inciertas. Los cambios en la velocidad de circulación del dinero resultan entonces difíciles de pronosticar. Debido a esta consideración, el Banco de México ha decidido no fijar el límite al crecimiento del crédito interno neto del instituto emisor de acuerdo con la variación esperada de la demanda de base, pues ésta trae implícita una remonetización, que pudiere no darse. Así, se ha considerado prudente fijar dicho límite en un monto menor, que no cubra una remonetización incierta.

Conforme a lo anterior, el límite al crecimiento del crédito interno neto se fijó en 15,000 m.p. Este monto se determinó combinando la tasa de crecimiento del PIB real esperada para 1996 (3 por ciento) con el objetivo de

inflación anual para el mismo año (20.5 por ciento),<sup>14</sup> y multiplicando el resultado por el cierre esperado del saldo de la base monetaria en diciembre pasado.<sup>15</sup>

De resultar la demanda de base mayor que 15,000 m.p., el excedente sólo podrá ser acomodado mediante la acumulación de activos internacionales netos. Si se toma como referencia el aumento esperado de la demanda de base para 1996 (18,000 m.p.), sería previsible un incremento de los activos internacionales netos en el año por el equivalente en dólares de 3,000 m.p.

Es importante subrayar que el límite al crecimiento del crédito del instituto emisor no representa una meta sino un valor máximo. La elevación de dicho crédito será menor, si la expansión monetaria proveniente de la acumulación de activos internacionales lo permite.

Con respecto a la acumulación previsible de los activos internacionales netos durante 1996, procede recordar que ésta provendrá de las transacciones cambiarias que el Banco de México realiza de modo habitual con el sector público (Gobierno Federal, Pemex y la banca de desarrollo) y, en su caso, de compras de divisas del instituto emisor en el mercado de cambios. Si se resolviera adquirir divisas en el mercado, el Banco de México lo haría por montos relativamente pequeños en cada día en que efectúe estas operaciones, a fin de no presionar al tipo de cambio de manera indeseable, ni dar señales que pudieran interpretarse en forma errónea por los agentes económicos. En todo caso, dichas compras no habrán de ejercer presión significativa sobre el

---

<sup>14</sup> La combinación de ambas tasas produce una de 24.1 por ciento.

<sup>15</sup> Si bien el saldo de cierre de la base monetaria en 1995 (66,809 m.p.) fue mayor al esperado (63,000 m.p.), dicha diferencia se revirtió ya durante enero. Por ello, el Banco de México no estima conveniente hacer el ajuste correspondiente al límite establecido para el crecimiento del crédito interno neto en el año. La diferencia del resultado de la multiplicación aludida y 15,000 m.p. se explica por el redondeo a millones. Es pertinente recordar que el Banco de México anunció el límite referido en la segunda quincena del mes de diciembre.

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

### 3. **Ejecución de la Política Monetaria**

En la gestión de la política monetaria, se observará lo siguiente:

- i) El Banco de México ajustará diario la oferta de dinero primario con objeto de que ésta corresponda a la demanda esperada de base monetaria. El ajuste referido se efectuará principalmente mediante variaciones del crédito del banco central, aunque también puede resultar de variaciones de sus activos internacionales netos.
- ii) En caso de que la economía se vea sujeta a presiones inflacionarias mayores que las previstas, el Banco de México manejará su crédito interno para combatirlas. Al efecto atenderá a los indicadores siguientes:
  - Las desviaciones de la base monetaria respecto de la trayectoria que deba seguir para contribuir al logro del objetivo inflacionario.
  - La evolución del tipo de cambio.
  - El grado de congruencia entre la inflación observada y el objetivo de inflación.
  - Los resultados de encuestas sobre las expectativas inflacionarias del público y de los especialistas en la materia.



- La evolución de otros factores, tales como los precios al productor, las revisiones de contratos colectivos de trabajo, los resultados de la cuenta corriente y el saldo de la balanza de capitales.
- iii) El Banco de México esterilizará el impacto monetario de los apoyos crediticios que otorgue a FOBAPROA y a FAMEVAL.

A fin de que los analistas cuenten con elementos para evaluar la gestión de la política monetaria a lo largo del año, se ha estimado conveniente establecer límites trimestrales al crecimiento del crédito interno neto. En la determinación de estos límites se tomaron en consideración la acusada estacionalidad que tiene la demanda de billetes y monedas en circulación y las variaciones esperadas de los activos internacionales netos. A este último respecto, cabe advertir que en el documento "Programa de Política Monetaria para el Ejercicio 1º de Enero al 31 de Diciembre de 1996", publicado por el Banco de México en diciembre último, se previó para el primer trimestre de 1996 una caída de ese concepto no mayor de 500 m.d., como consecuencia de la amortización por 1,458 m.d. correspondientes a los apoyos recibidos por el Banco de México de las autoridades financieras de Estados Unidos y Canadá. Para los trimestres subsecuentes, se esperaba que los activos internacionales netos se irían recuperando hasta alcanzar un incremento acumulado en el año de 390 m.d. (equivalentes a 3,000 millones de pesos a un tipo de cambio de 7.70 pesos por dólar). El programa monetario del año se estableció con base en dichos pronósticos, y en la demanda prevista de base monetaria para 1996 y su calendarización. Los límites trimestrales al crédito interno se consignan en el cuadro 1 (en el cual se consideró un tipo de cambio promedio para el año de 7.70 pesos por dólar).

**CUADRO 1**  
**LIMITES TRIMESTRALES A LAS VARIACIONES**  
**DEL CREDITO INTERNO NETO EN 1996**  
 Flujos Efectivos Acumulados en Millones

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

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

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

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

A partir de mediados de diciembre y durante todo enero, el Gobierno Federal ha tenido éxito en colocar montos significativos de valores públicos en el exterior, razón por la cual la amortización referida en el párrafo anterior se pudo hacer sin afectar mayormente los activos internacionales netos. Además, las condiciones en los mercados financieros internacionales parecen indicar que tanto el sector público como el privado tendrán durante el año un mayor acceso al capital externo. De realizarse estas perspectivas favorables, la acumulación de activos internacionales será mayor a la originalmente prevista y, en consecuencia, la variación del crédito interno neto resultará menor. Para efectos de ilustración, en el cuadro 2 se presenta un posible escenario.

**CUADRO 2**  
**EVOLUCION POSIBLE DE LOS ACTIVOS INTERNACIONALES NETOS Y DEL**  
**CREDITO INTERNO NETO EN 1996**

## Flujos Efectivos Acumulados en Millones

TRIM	ACTIVOS INTERNACIONALES NETOS		BASE MONETARIA	CREDITO INTERNO NETO
	DOLARES	PESOS *	PESOS	PESOS
	(1)	(2)	(3)	(3) - (2)
I	0	0	-5,000**	-5,000
II	500	3,850	-200**	-4,050
III	1,000	7,770	-450**	-8,150
IV	1,400	10,780	18,000	7,220

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

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