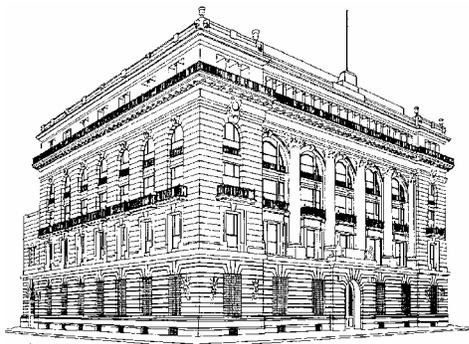


EXPOSICION SOBRE LA POLITICA MONETARIA

*PARA EL LAPSO
1º DE ABRIL DE 1994 – 31 DE DICIEMBRE DE 1994*



BANCO_{DE} MEXICO

MAYO DE 1994

GOBERNADOR

SR. LIC. MIGUEL MANCERA AGUAYO

SUBGOBERNADORES

SR. LIC. ARIEL BUIRA SEIRA
SR. LIC. FRANCISCO GIL DIAZ
SR. DR. JESUS MARCOS YACAMAN
SR. LIC. GUILLERMO PRIETO FORTUN

PROLOGO⁽¹⁾

En cumplimiento de lo dispuesto por los Artículos 51, fracción I y décimo cuarto transitorio de la Ley del Banco de México, la Junta de Gobierno de esta institución envía al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión la presente exposición sobre la política monetaria correspondiente al ejercicio comprendido del 1° de abril al 31 de diciembre de 1994.

¹ Las cifras correspondientes a 1994 son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones posteriores.

INDICE

	Pág.
Introducción.....	3
I. SITUACION ECONOMICA DURANTE LOS PRIMEROS MESES DE 1994.....	5
I.1 Antecedentes y Panorama General.....	5
I.2 Producción y Empleo	9
I.3 Sector Externo.....	16
I.4 Finanzas Públicas	20
I.5 Inflación y Salarios.....	21
I.6 Política Monetaria y Política Cambiaria	28
I.7 Agregados Monetarios	41
II. MEDIDAS DE POLITICA MONETARIA	44
III. METAS INFLACIONARIAS.....	48
Meta de Corto Plazo	49
Objetivos de Mediano Plazo	50
Objetivo de Largo Plazo	50

BANCO DE MEXICO

Exposición Sobre la Política Monetaria

1º de abril de 1994 - 31 de diciembre de 1994

Introducción

De conformidad con lo dispuesto en el párrafo sexto del artículo 28 constitucional y en la ley reglamentaria respectiva, a partir de 1° de abril pasado el Banco de México tiene formalmente como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

Para cumplir con este mandato, el Banco cuenta con la facultad de manejar autónomamente su propio crédito, la cual puede definirse como la capacidad para determinar la política monetaria. No obstante contar con dicha facultad, es imposible para el banco central controlar de manera precisa la evolución de los precios. Existe una amplia gama de factores que inciden sobre el proceso inflacionario y que el Banco de México no puede afectar directamente. De ahí la importancia de analizar el entorno en que se desarrolla la política monetaria. A ello se dedica la primera sección del documento, en donde se repasa la situación económica del país durante los meses de este año para los cuales se dispone de datos. En otros documentos, como los Informes Anuales del Banco de México, se examina lo sucedido con anterioridad al 1° de enero de 1994.

Toda vez que la Institución no tiene el poder de determinar directamente los precios de los bienes y servicios existentes en el mercado, se ve en la necesidad, al igual que cualquier otro banco central, de actuar sobre ciertas variables que, además de influir sobre el nivel general de los precios, puede ser afectadas de manera directa por la política monetaria. Estas son las consideraciones que se abordan en la segunda sección.

En cumplimiento del mandato de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, procede que el Banco fije metas cuantitativas sobre el particular. Por lo tanto, la tercera sección de este documento consigna las metas de crecimiento del nivel general de los precios, así como los plazos para alcanzarlas.

I. SITUACION ECONOMICA DURANTE LOS PRIMEROS MESES DE 1994

I.1 *Antecedentes y Panorama General*

En 1993, se continuó avanzando en materia de estabilización y de cambio estructural. Mediante la estrategia económica que se ha seguido durante más de una década, se han reducido significativamente los profundos desequilibrios macroeconómicos que existían a principios de los ochenta y se han sentado bases firmes para una nueva etapa de crecimiento.

Durante el año pasado, por primera vez en poco más de dos décadas, la inflación bajó a menos del 10 por ciento, alcanzándose en diciembre el nivel de 8 por ciento. Este resultado fue producto del esfuerzo desplegado durante los últimos años para el saneamiento fiscal, de la forma en que se ha manejado la política monetaria y del régimen cambiario, en el contexto de una mayor apertura de la economía mexicana.

El proceso de cambio estructural y la mayor inversión llevada a cabo por los sectores público y privado, han propiciado incrementos sustanciales de la productividad de la mano de obra y de la eficiencia económica en general. Ello ha dado lugar a un

importante incremento en las remuneraciones medias en el sector manufacturero, de 39.3 por ciento en términos reales, de enero de 1989 a febrero de 1994.

Asimismo, la mayor eficiencia ha fortalecido la competitividad del aparato productivo nacional, propiciando un destacado desempeño del sector exportador no petrolero. Dicho sector ha experimentado cambios estructurales de importancia a partir de la apertura al comercio exterior y un patrón de exportaciones más acorde con la ventajas comparativas del país. Todo esto permite ubicar a la economía mexicana, a partir del año citado, entre las que muestran el crecimiento más rápido de sus exportaciones.

A pesar de que en 1993 se lograron avances importantes en diferentes materias, el crecimiento económico fue modesto (0.4 por ciento). La reducción en el ritmo de actividad económica obedeció principalmente al debilitamiento del gasto privado, en especial el de inversión. Se estima que ese comportamiento de la inversión es de naturaleza temporal, ya que ha respondido a causas de carácter también transitorio. Entre dichos factores, están la incertidumbre acerca de la ratificación del Tratado Trilateral de Libre Comercio (TLC), que no desapareció sino hasta noviembre último, una caída de la inflación mayor a la anticipada por el público, y también la

revisión que hizo la banca con sus políticas crediticias y el consecuente impacto sobre el ritmo de otorgamiento de crédito. La temporalidad de los factores aludidos, junto con las mejores respectivas que se tiene el 1994 para la economía de los Estados Unidos y las de otros países industrializados, serán elementos que estimularán a la economía mexicana en el año en curso.

Sin embargo, la actividad económica y los mercados financieros nacionales se han visto afectados durante los primeros meses de 1994 por diversos acontecimientos adversos. Eventos de orden político que se han conjugado con una mayor volatilidad de los mercados financieros del exterior, se han reflejado en una elevación del tipo de cambio dentro de la banda de flotación y en un aumento considerable de las tasas de interés, tanto en términos nominales como reales. El ambiente de incertidumbre parece estar provocando un retraso en los planes de inversión y de adquisición de bienes de consumo durable por parte de algunos agentes económicos. En la medida en que estas circunstancias no sen permanentes, como se espera, su impacto sobre la producción y el empleo tampoco será duradero.

Las autoridades financieras no impidieron el aumento en las tasas de interés que las fuerzas del mercado iban determinando, ya que, para evitarlo, hubiesen tenido que llevar a cabo una exagerada

expansión del crédito del banco central, la cual hubiese puesto en riesgo el programa de estabilización. Lo que las autoridades hicieron fue adoptar con prontitud medidas complementarias orientadas a preservar la confianza del público en el citado programa.

Así, tanto en enero como en marzo, se ratificó el Pacto para la Estabilidad, la Competitividad y el Empleo (PECE), reafirmandose los compromisos acordados previamente por las partes firmantes. El Gobierno Federal reiteró su propósito de mantener un presupuesto fiscal equilibrado. Además, mediante la utilización de los márgenes obtenidos a través del saneamiento de las finanzas públicas y la reprogramación de los egresos, se propone dar prioridad al gasto público destinado a promover la reactivación económica y el empleo, e incrementar y hacer más eficiente el gasto social. El régimen cambiario vigente se confirmó, así como el compromiso de determinar los aumentos salariales contractuales de acuerdo con la inflación esperada más la elevación de la productividad de la mano de obra.

En general, los primeros meses de 1994 se caracterizaron por un moderado incremento de la actividad económica y la continuación de la tendencia declinante de la inflación. En el sector externo, se afirmó el favorable ritmo de crecimiento de las exportaciones, no obstante la disminución que durante el primer trimestre

han sufrido los precios internacionales del petróleo, respecto del mismo período del año anterior. La importaciones, que se desaceleraron sustancialmente el año pasado, mostraron al inicio del actual un aumento en su tasa de crecimiento. Este puede estar asociado a la modesta recuperación de la actividad económica y, posiblemente, a la concentración en los meses iniciales de 1994 de algunas compras al exterior pospuestas a finales de 1993, en espera de la entrada en vigor del TLC y del beneficio arancelario correspondiente.

I.2 *Producción y Empleo*

Durante el primer trimestre de 1994, la actividad económica mostró un crecimiento moderado. De acuerdo con las cifras del Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI), en los primeros tres meses del año el Producto Interno Bruto aumentó 0.5 por ciento en términos reales en relación con el mismo lapso de 1993. Esto contrasta favorablemente con las caídas de 0.8 y 0.1 por ciento correspondientes al tercero y cuarto trimestres del año precedente. El repunte en el crecimiento de la producción se logró no obstante que el número de días laborables en el primer trimestre de 1994 fue 2.7 por ciento menor que el correspondiente al mismo trimestre de 1993, debido a las fechas en que ocurrió el periodo vacacional de semana santa (dicho periodo cayó en abril durante 1993). Ello

impactó desfavorablemente la producción de algunos sectores, en particular la del manufacturero (ver Cuadro 1).

En el primer trimestre, la producción del sector primario se contrajo 3.8 por ciento en términos anuales, como resultado de la combinación de disminuciones en el producto agrícola y de la silvicultura, y de mejorías en el de la ganadería y la pesca.

Cuadro 1
PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL
Variaciones porcentuales
respecto al mismo período del año anterior

Denominación	1993					1994
	I	II	III	IV	Anual	I
TOTAL	2.4	0.3	-0.8	-0.1	0.4	0.5
SECTOR PRIMARIO	3.5	-5.2	10.5	-0.3	1.8	-3.8
SECTOR INDUSTRIAL	2.0	0.1	-3.2	0.1	-0.2	0.1
Minería	-1.6	2.0	-0.6	4.7	1.1	4.2
Manufacturas	1.3	-0.9	-4.7	-1.6	-1.5	-1.7
Construcción	7.4	2.0	-0.6	3.5	3.1	4.0
Electricidad	3.3	5.4	4.4	2.4	3.9	4.5
SECTOR SERVICIOS	2.6	1.4	-4.1	0.2	0.9	1.4
Comercio, restaurantes. y hoteles	2.2	-0.2	-4.1	-2.4	-1.2	-0.3
Transporte, alm. y comunicaciones	4.2	2.0	1.6	1.5	2.4	4.2
Financieros, seguros e Inmuebles	4.3	5.2	5.4	4.7	4.9	4.0
Serv. comunales, sociales y personales	1.6	1.1	0.7	0.8	1.1	0.9

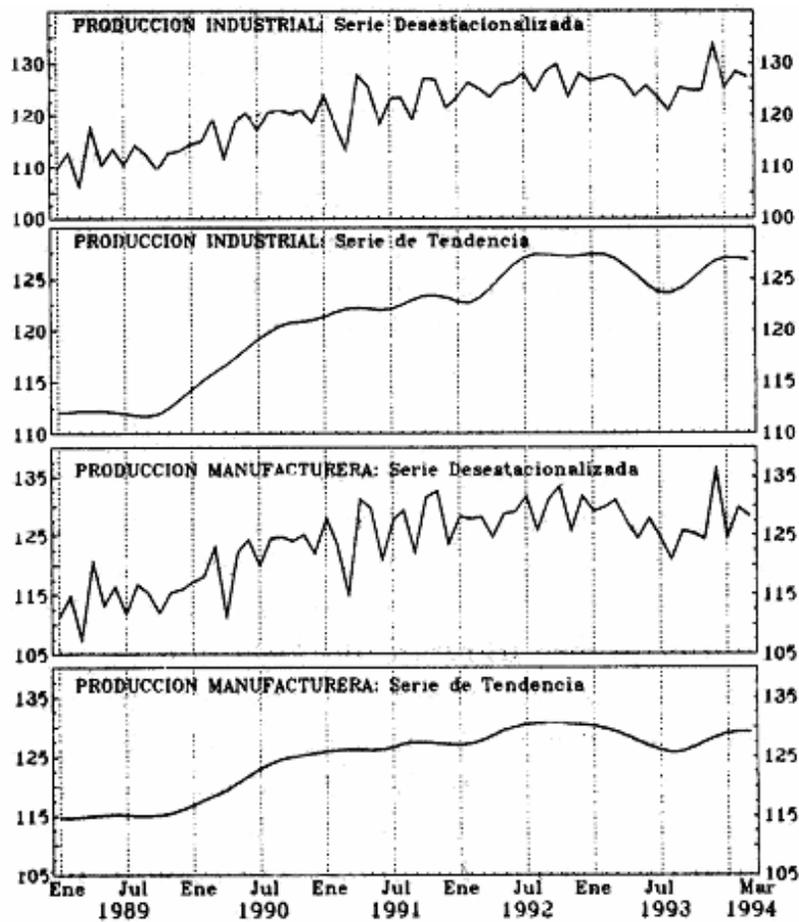
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

La actividad industrial sólo creció 0.1 por ciento en el primer trimestre de 1994, con respecto al mismo periodo del año anterior, mostrando variaciones favorables en la minería (4.2 por ciento), la construcción (4 por ciento) y la electricidad (4.5 por ciento). Por su parte, en el periodo analizado el producto de la industria manufacturera decreció 1.7 por ciento, aunque sobre el particular es pertinente apuntar que dicha actividad viene mostrando una recuperación a partir de octubre del año pasado, fenómeno que se aprecia en la “serie de tendencia”⁽¹⁾ respectiva que se consigna en la Gráfica 1.

En particular cabe destacar que tres de las nueve divisiones del sector manufacturero mostraron incrementos anuales de producción, siendo notorios los correspondientes a la industria metálica básica (9 por ciento) y la de maquinaria y equipo (3.3 por ciento). En contraste, las restantes seis divisiones de dicho sector experimentaron caídas de la producción en el período enero-marzo de 1994, con respecto al mismo lapso del año anterior.

(1) La llamada “serie de tendencia” resulta de eliminar de una estadística las variaciones estacionales, así como los altibajos que muestren un comportamiento irregular.

Gráfica 1
INDICADORES DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA
(1980 =100)



El producto interno bruto del sector servicios creció 1.4 por ciento en el primer trimestre de 1994, con relación al mismo trimestre del año precedente. Las divisiones con mayor crecimiento fueron la de transportes y

comunicaciones (4.2 por ciento) y la de servicios financieros, seguros e inmuebles (4 por ciento). Por su parte, la producción de servicios comunales, sociales y personales (servicios de educación, médicos, de esparcimiento, alquileres y reparaciones) aumentó moderadamente (0.9 por ciento), mientras que hubo disminución en la división de comercio, restaurantes y hoteles (0.3 por ciento).

La evolución del empleo en el sector privado formal puede medirse a través del número de trabajadores asegurados en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS). Dicha cifra mostró una reducción de 0.3⁽¹⁾ por ciento en el primer trimestre de 1994 con respecto al mismo periodo del año anterior, tasa muy cercana a la que se observó durante 1993. Esta caída es atribuible a la disminución en el número de trabajadores permanentes (de 0.6 por ciento), ya que los eventuales aumentaron 1.2 por ciento (ver Cuadro 2 y Gráfica 2). Cabe mencionar que la contracción en el número de asegurados ha sido notable en las industrias extractiva y manufacturera (11 y 3.1 por ciento, respectivamente). Por otra parte, el personal ocupado en la industria maquiladora de exportación aumentó 4.7 por ciento en el primer bimestre de 1994 en relación con el mismo lapso del año anterior, después de haberlo hecho en 7.1 por ciento en 1993. Por

(1) Las cifras de trabajadores asegurados en el IMSS que aquí se utilizan, excluyendo a los estudiantes y a los asegurados inscritos al seguro facultativo, cuya afiliación no guarda relación con la actividad económica.

último, la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas fue de 3.8 y 3.7⁽²⁾ por ciento en enero y febrero, respectivamente, cifras superiores a las registradas, tanto para los mismos meses del año pasado (3.2 y 3.5 por ciento) como para el cuarto trimestre de ese año (3.3 por ciento).

Cuadro 2 EMPLEO

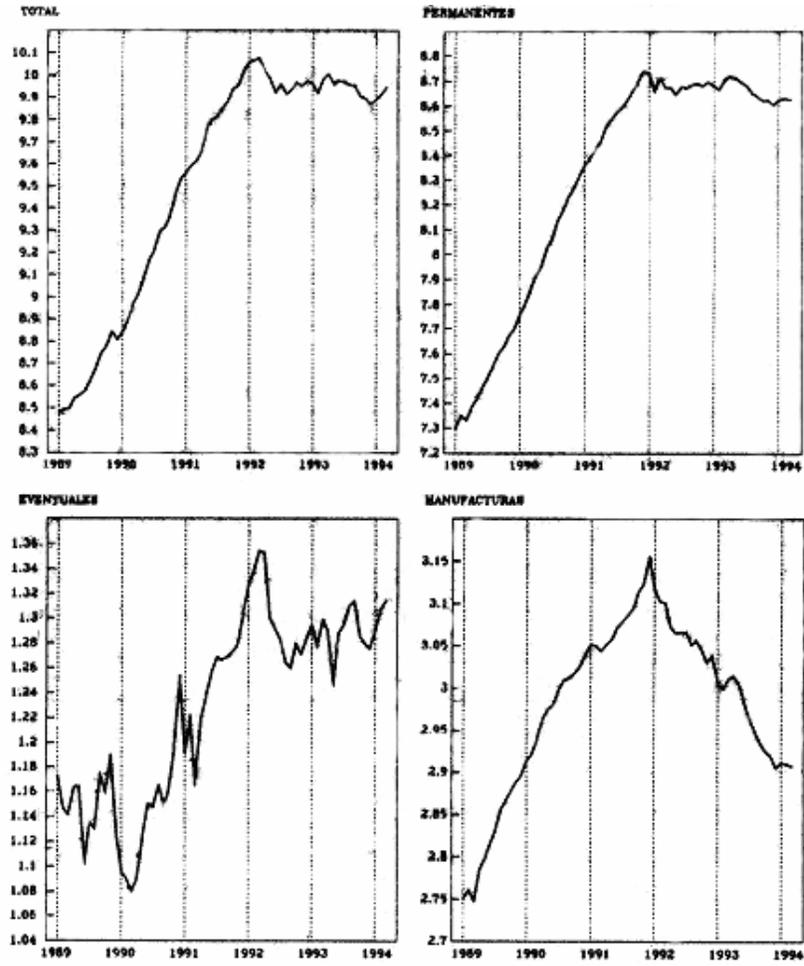
Variaciones porcentuales anuales

Concepto	1992	1993				1994	
	Anual	I	II	III	IV	Anual	I
Asegurados en el IMSS							
Total	2.0	-1.0	0.1	0.2	-0.8	-0.4	-0.3
Permanentes	1.6	-0.4	0.6	-0.2	-0.9	-0.3	-0.6
Manufacturas	-0.5	-3.2	-2.1	-3.6	-4.0	-3.2	-3.1
Agropecuario	-7.5	-10.7	-7.6	-1.2	1.7	-4.7	-0.5
Inds. Extractivas	-10.3	-11.4	-11.2	-13.8	-14.9	-12.8	-11.0
Construcción	10.6	3.1	3.2	6.1	0.3	3.1	2.1
Personal ocupado en la Ind. Maquiladora	7.5	7.8	8.2	6.7	5.7	7.1	4.7 (1)

(1) Se refiere al primer bimestre.

(2) Según estimaciones del INEGI con base en definiciones de la Organización Internacional del Trabajo.

Gráfica 2
TRABAJADORES EN EL SEGURO SOCIAL
 Series ajustadas por estacionalidad
 Millones de asegurados



1.3 *Sector Externo*

Durante el primer trimestre del año, las exportaciones totales de mercancías crecieron a una tasa del 17 por ciento con respecto al nivel alcanzado en el mismo período del año anterior. Esto fue posible, no obstante la declinación del valor de las exportaciones petroleras de 19.5 por ciento, gracias al aumento de 23.9 por ciento de las exportaciones no petroleras.

En el caso de las ventas al exterior de mercancías no petroleras, hubo aumentos muy significativos en dos de sus tres grupos: las manufactureras y las extractivas. En esos tres meses las exportaciones manufactureras crecieron 25.7 por ciento, tasa sustancialmente mayor a la observada durante 1993, de 17.7 por ciento, que ya era considerablemente elevada. Al mes de marzo, las ventas manufactureras al exterior alcanzaron tasas anuales de crecimiento superiores al 20 por ciento durante seis meses consecutivos, siendo su tasa de crecimiento promedio de 25.2 por ciento. Cabe mencionar, además, que en el primer trimestre de 1994, al igual que durante 1993, el crecimiento de las exportaciones manufactureras del sector no-maquilador superó al de las ventas del sector maquilador. Así, mientras aquéllas aumentaron 26.9 por ciento (18.5 por ciento en 1993), éstas lo hicieron en 24.5 por ciento (17 por ciento en 1993).

Cuadro 3
COMERCIO EXTERIOR
Millones de dólares

	1993	1994		Variaciones Porcentuales (1)	
		Enero-Marzo		1993	1994
					Ene-Mar
Exportaciones Totales	51,886.0	11,769.3	13,775.3	12.3	17.0
Petroleras	7,418.4	1,867.6	1,503.1	-10.7	-19.5
No Petroleras	44,467.6	9,901.7	12,272.2	17.4	23.9
Agropecuarias	2,504.2	976.0	1,045.9	18.6	7.2
Extractivas	278.2	66.1	90.8	-21.9	37.4
Manufactureras	41,685.1	8,859.7	11,135.4	17.7	25.7
Maquiladoras	21,853.0	4,576.8	5,698.4	17.0	24.5
Resto	19,832.1	4,282.9	5,437.0	18.5	26.9
Importaciones Totales (FOB)	65,366.5	15,384.6	18,073.1	5.2	17.5
Bienes de Consumo	7,842.4	1,798.7	2,067.5	1.3	14.9
Bienes Intermedios	46,468.3	10,914.7	12,964.4	8.5	18.8
Maquiladoras	16,443.0	3,563.0	4,528.8	18.0	27.1
Resto	30,025.3	7,351.8	8,435.6	3.9	14.7
Bienes de Capital	11,055.9	2,671.2	3,041.2	-4.3	13.9
Balanza Comercial	-13,480.6	-3,615.4	-4,297.8	-15.4	18.9

(1) Con respecto al mismo período del año anterior

Después de haberse contraído durante varios años, las exportaciones extractivas (no petroleras) se incrementaron 37.4 por ciento en el primer trimestre de 1994 con respecto al mismo periodo del año anterior. Tal resultado es atribuible, principalmente, al aumento en los precios internacionales de varios productos de este sector. Por su parte, las exportaciones agropecuarias aumentaron 7.2 por ciento en el trimestre analizado con respecto al mismo lapso de 1993.

Durante el primer trimestre del año en curso, las importaciones también crecieron a una tasa más alta que en el mismo periodo del año precedente. El valor de tales

adquisiciones aumentó 17.5 por ciento en comparación con las cifras correspondientes a los primeros tres meses de 1993. A la recuperación de dicha tasa de crecimiento contribuyeron al menos tres factores: en primer lugar, un porcentaje alto del aumento de las importaciones depende del crecimiento de exportaciones futuras, ya que una buena parte de aquéllas se utiliza como insumo en la producción de bienes destinados al exterior. Por lo tanto, al producirse una aceleración de las exportaciones, resulta natural un aumento correlativo de las importaciones. En segundo lugar el repunte de las importaciones está asociado a la modesta recuperación de los gastos de inversión y de consumo, iniciada a finales del año pasado.

En tercer lugar, es probable que las mayores compras sean resultado en parte de las que se pospusieron a finales del año pasado, en espera de la entrada en vigor del TLC y de los beneficios arancelarios correspondientes. La tasa declinante en el aumento de las importaciones en el transcurso de este año parece convalidar esta hipótesis.

En el período enero-marzo de 1994, la balanza comercial mostró un déficit de 4,297.8 millones de dólares, el cual resultó superior en 682.4 millones respecto al registrado en el mismo trimestre del año pasado. Por su parte, en dicho trimestre la cuenta corriente de la balanza de pagos reportó un déficit de 6,700.9 millones de dólares, el cual

es 17.4 por ciento mayor al observado en el mismo período de 1993.

Durante el primer trimestre de 1994, el flujo de inversión extranjera directa a México alcanzó 1,787.7 millones de dólares, monto equivalente al 36.5 por ciento del total observado durante el año pasado. Esa cifra trimestral es la más alta registrada al menos en los últimos cinco años. Los flujos correspondientes se canalizaron principalmente a los sectores manufacturero, de servicios, comercial y de construcción.

Por otra parte, durante los tres primeros meses del año, las entidades privadas no bancarias recibieron financiamientos netos estimados en 2,715.0 millones de dólares, cantidad que significa un incremento de 37.9 por ciento con respecto al flujo trimestral observado durante 1993. En el curso del primer trimestre, el sector público captó recursos externos por 1,283.8 millones de dólares, monto que en su mayor parte se obtuvo mediante la emisión de bonos. Asimismo, la banca comercial mexicana captó financiamientos netos del exterior por 1,966.9 millones de dólares en el primer trimestre, importe muy superior al correspondiente al mismo trimestre de 1993.

Las entradas netas de recursos financieros vía la adquisición de valores gubernamentales por parte de

extranjeros, sumaron 1,486.6 millones de dólares en el primer trimestre del año en curso. En el mercado accionario, los residentes en el exterior compraron participaciones en empresas mexicanas registradas en bolsa por un monto que en el primer trimestre sumó 3,465.6 millones de dólares, prácticamente el triple del correspondiente al mismo lapso de 1993.

1.4 *Finanzas Públicas*

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) recientemente ha dado amplia cuenta sobre esta materia al Honorable Congreso de la Unión en el documento intitulado “Informes sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública”. En relación con el entorno en el que se desarrolla la política monetaria, se recogen en este apartado algunas consideraciones de dicho documento.

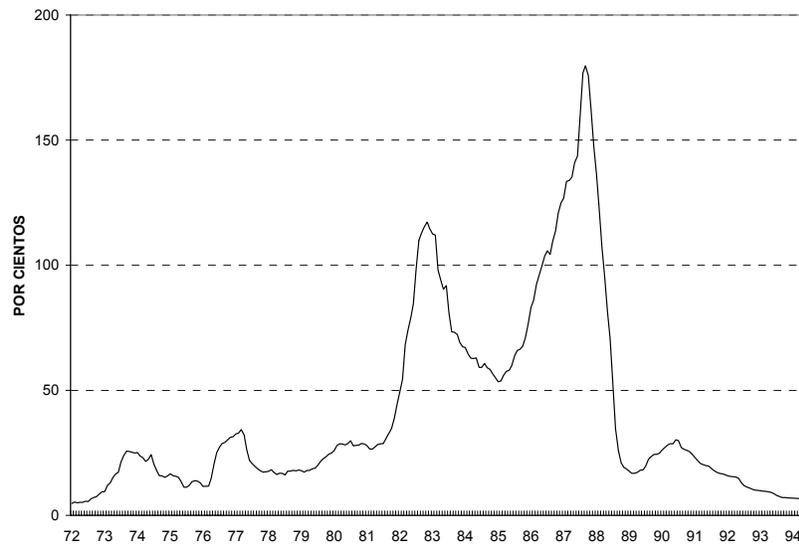
Durante el primer trimestre de 1994, las metas establecidas para las finanzas públicas se alcanzaron satisfactoriamente, habiéndose logrado un superávit de 522.2 millones de nuevos pesos (mnp). En ese lapso, los egresos se vieron afectados por un ajuste en su calendario de ejercicio, al adelantarse gastos que normalmente se hacen a finales del año. La reprogramación tiene por objeto contribuir a la recuperación de la actividad

económica durante la primera parte del año. Cabe mencionar, sin embargo, que el nuevo calendario de egresos públicos es congruente con el objetivo de lograr un equilibrio presupuestal en el conjunto del año. En lo tocante a los ingresos públicos, su evolución continúa siendo favorable, en particular si se toma en cuenta que la actividad económica se ha mantenido por debajo de su potencial de crecimiento.

1.5 *Inflación y Salarios*

Durante los primeros meses de 1994, se continuó aplicando una política monetaria congruente con el esfuerzo antiinflacionario y se mantuvo una estricta disciplina en las finanzas públicas. Ello, aunado a la apertura de la economía al comercio exterior y a la coordinación de tales políticas con el resto de las acciones concertadas en la actual etapa del Pacto (en materia cambiaria, salarial y de precios básicos), así como el propio abatimiento de las expectativas inflacionarias, han hecho posible que continúe la tendencia decreciente de la inflación (ver Gráfica 3).

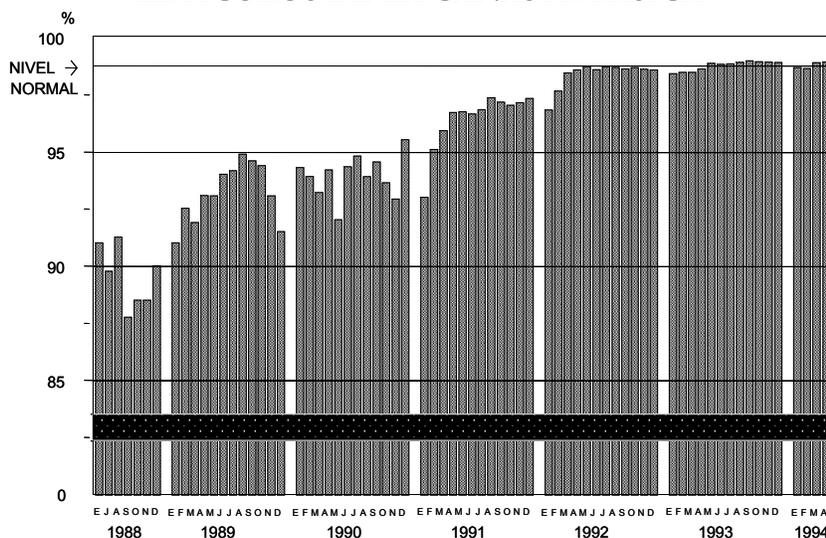
Gráfica 3
INDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
Variaciones porcentuales anuales



La variación del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de abril de 1994 al mismo mes del año pasado fue de 7 por ciento, tasa que se compara muy favorablemente tanto con la de 10.1 por ciento, a abril de 1993, como con la de 8 por ciento, a diciembre de 1993. En cada uno de los cuatro primeros meses del año en curso, el incremento mensual del INPC fue menor que el observado en los mismos meses de 1993 (ver Gráfica 4). De hecho, la inflación anual a abril de 1994 es la más baja que se ha observado desde enero de 1973. Además, cabe mencionar que por once meses seguidos la elevación anual de los precios ha sido de un solo dígito y cada vez menor.

Cabe notar que se cuenta con un abastecimiento pleno⁽¹⁾ de bienes y servicios, lo cual demuestra que no hay inflación reprimida. Por otra parte, al no existir ésta, la estructura de los precios es ahora congruente con las condiciones de oferta y demanda de los bienes y servicios.

Gráfica 5
INDICE NACIONAL DE ABASTECIMIENTO DE
ARTICULOS DE LA CANASTA BASICA*



*/ Virtualmente, en ninguna economía el abastecimiento puede ser del 100%, aun cuando no haya restricción alguna a los precios o actividades industriales y comerciales, en virtud de que un abastecimiento total implicaría precios inconvenientes para el consumidor, dado el costo de los inventarios adicionales que ello requeriría. Se ha estimado que, por lo que toca a los bienes comprendidos en la canasta básica, el nivel normal (o de equilibrio entre abastecimiento y precios) en los últimos años es el señalado por la línea punteada superior.

Para analizar con mayor detalle la inflación en los primeros cuatro meses de 1994, conviene clasificar los 302 conceptos que integran la canasta del INPC en cuatro grupos: a) productos incluidos en la canasta básica, b)

(1) Ver nota al pie de la gráfica 5.

mercancías no básicas, excluidas frutas y legumbres, c) servicios no básicos, y d) frutas y legumbres. El comportamiento de los precios de esos grupos de productos, tanto en el primer cuatrimestre de 1993, como durante el mismo lapso de 1994, se presenta en el Cuadro 4.

Cuadro 4
ESTRUCTURA DE LA INFLACION
Primer cuatrimestre del año

Concepto	1993		1994	
	Variación Abr./Dic.	Contribución Inflacionaria	Variación Abr./dic.	Contribución Inflacionaria
	(%)	(Puntos Porcentuales)	(%)	(Puntos Porcentuales)
INDICE GENERAL	3.3	3.3	2.3	2.3
(a) Canasta básica	3.7	1.48	3.3	1.24
(b) Mercancías no básicas	2.9	0.74	1.6	0.39
(c) Servicios no básicos	4.7	1.59	3.0	1.04
(d) Frutas y legumbres	-10.9	-0.53	-7.6	-0.35

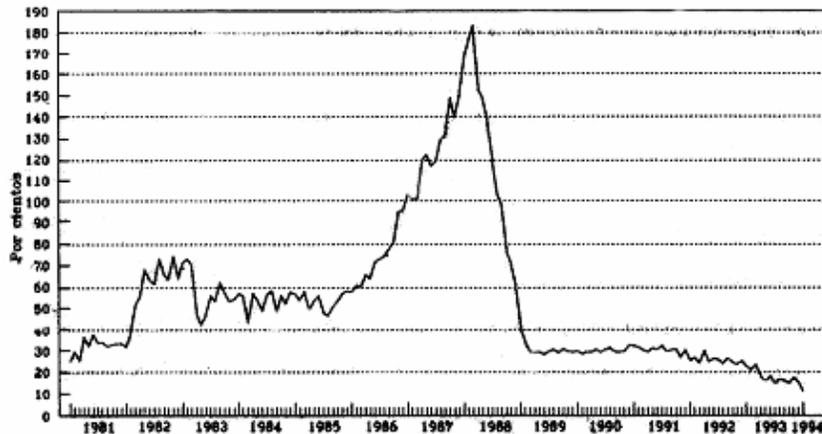
Los precios del grupo (b), que está formado en su totalidad por bienes susceptibles de comerciarse con el exterior, tuvieron en el primer cuatrimestre de 1994 una elevación acumulada de únicamente 1.6 por ciento. Cabe notar que este grupo de bienes representa casi la tercera parte del gasto de las familias.

Por su parte, en el primer cuatrimestre de 1994, el aumento acumulado por los precios de los bienes básicos fue el mayor de los presentados en el cuadro 4. Tradicionalmente, los precios de dichos bienes suben con mayor velocidad que los demás durante los inicios de año,

mas no en periodos anuales completos. Por tanto, es de esperarse que en lo que resta de 1994, su subsecuente variación sea menor que la de los precios de otros productos incluidos en el índice general. Por lo que toca a los precios de las frutas y legumbres, su variación acumulada en los cuatro primeros meses del año fue de - 7.6 por ciento. No obstante que este grupo sólo representa el 4.5 por ciento del gasto familiar, las variaciones de sus precios pueden tener considerable efecto sobre el índice general por ser con frecuencia muy acentuadas.

En enero del presente año, los salarios mínimos se incrementaron 7 por ciento. Este aumento había sido acordado en octubre de 1993 para la actual fase del PECE, al igual que la bonificación fiscal que aumenta el ingreso de los trabajadores que perciban salarios iguales o menores a cuatro salarios mínimos. Los beneficios que produce esta bonificación son proporcionalmente inversos a los niveles de ingreso del trabajador. Las dos medidas descritas redundaron en una significativa recuperación de los ingresos reales de los trabajadores con percepciones iguales o menores a cuatro salarios mínimos.

Gráfica 6
SALARIOS, SUELDOS Y PRESTACIONES EN LA
MANUFACTURA
Variaciones anuales en porciento



NOTA: Este indicador se calcula con base en la información de la Encuesta Industrial Mensual del INEGI sobre el personal ocupado en la industria manufacturera y sus percepciones.

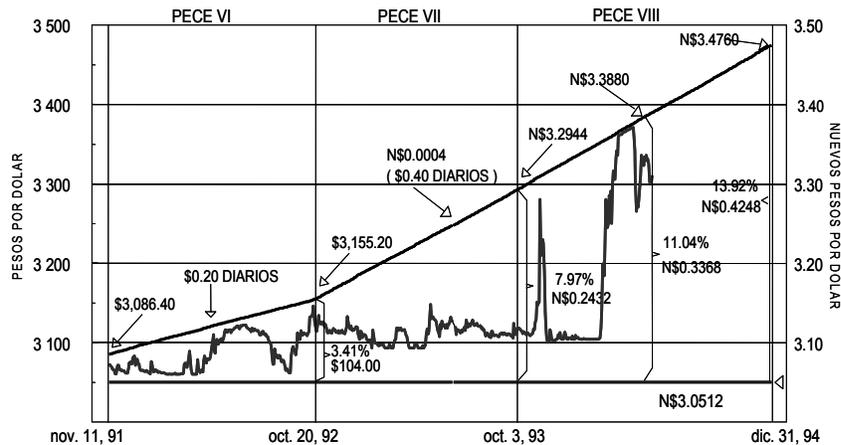
En las revisiones salariales efectuadas durante enero de 1994, se continuó observando una tendencia decreciente en su tasa de aumento nominal. Por otra parte, los acuerdos obrero-patronales han incorporado cláusulas de aumentos salariales en función del progreso de la productividad de la mano de obra. Los aumentos en las percepciones de los trabajadores resultantes de dichas cláusulas han sido de entre 1 y 5 por ciento, siendo la media muy cercana a 2 por ciento. Sin incluir estos aumentos por concepto de productividad, los incrementos salariales han sido, en promedio, del orden de 5.6 por ciento en el primer cuatrimestre del año.

1.6 Política Monetaria y Política Cambiaria

La estrategia económica que se ha seguido en el país a partir de finales de 1987, ha puesto especial énfasis en el abatimiento de la inflación. Sin embargo, de lo anterior no se debe inferir que la reducción de la inflación sea un fin en sí mismo. Más bien, es una condición indispensable, aunque no suficiente, para la consecución exitosa de objetivos más trascendentes, como la justicia social y el crecimiento económico acelerado y sostenible. Tanto la política cambiaria como la monetaria han jugado un papel preponderante en la lucha contra las fuerzas inflacionarias.

De acuerdo a la política cambiaria vigente, el deslizamiento diario del límite superior de la banda de flotación del tipo de cambio es de .0004 nuevos pesos por dólar de los EE.UU.A., mientras que el límite inferior ha permanecido inalterado en el nivel de 3.0512 nuevos pesos por dólar. Al cierre de mayo del presente año, la amplitud de la banda referida ascenderá a 11.1 por ciento y al cierre de 1994, dicha amplitud alcanzará 13.9 por ciento (ver Gráfica 7).

Gráfica 7
REGIMEN CAMBIARIO



NOTA: Cabe recordar que a partir del 1° de enero de 1993 fue introducida una nueva unidad monetaria, en nuevo peso(\$) es de N\$1/\$1.000.

Por PECE se hace referencia al Pacto para la Estabilidad, la Competitividad y el Empleo, acordado entre el Gobierno Federal, los sindicatos, las organizaciones campesinas y el sector empresarial.

* Día natural..

Última observación 25 de Mayo de 1994

La adopción, en noviembre de 1991, de un régimen cambiario basado en una banda de flotación que se ensancha paulatinamente, respondió a la conveniencia de conseguir un balance adecuado entre dos objetivos: contribuir a la estabilización de las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y lograr una creciente flexibilidad para hacer frente a fluctuaciones en la balanza de pagos. Ello resulta del hecho de que la banda aporta elementos de certidumbre sobre los valores máximo y mínimo alcanzables por el tipo de cambio. A la vez, la creciente amplitud de la banda proporciona flexibilidad para que las variaciones del tipo de cambio

permitan nivelar la oferta y demanda de divisas sin intervención frecuente del banco central en el mercado de moneda extranjera. Esto, por su parte, remueve factores de inestabilidad de la base monetaria.

Los movimientos del tipo de cambio dentro de su banda de flotación no repercuten inexorablemente sobre el nivel general de los precios en tanto no sean percibidos como tendencia al alza o a la baja en el valor de la moneda extranjera. Sobre el particular, existe una amplia experiencia internacional. Lo sucedido en noviembre último ante la incertidumbre de la ratificación del TLC, también ilustra cómo elevaciones temporales en el tipo de cambio no necesariamente tienen efecto inflacionario.

Por su parte, la política monetaria se ha orientado en todo momento a evitar una expansión excesiva del crédito primario, pues, de darse ésta, generaría presiones inflacionarias adicionales.

Con la eliminación del encaje obligatorio y posteriormente del coeficiente de liquidez a que estaban sujetos los bancos comerciales, la política monetaria se ejecuta en la actualidad principalmente mediante la compraventa y reporto de valores gubernamentales por parte del Banco de México en el mercado de dinero.

Los montos de las operaciones de mercado abierto que realiza este Instituto Central se definen con apoyo en programas de acción monetaria, que se formulan para periodos específicos y se actualizan diariamente. Dichos programas tienen por propósito determinar las intervenciones en el mercado de dinero por parte del banco central en forma conducente a que las variaciones en la oferta de base monetaria satisfagan, a las tasas de interés del mercado, los cambios esperados en la demanda por billetes y monedas, así como por depósitos del sistema bancario en el Banco de México, sujeto a que la masa monetaria resultante sea congruente con el objetivo inflacionario que se persigue.

Cuando no se da la referida congruencia, el Banco de México satisface la demanda de liquidez a niveles de tasas de interés diferentes a las del mercado. Supóngase, por ejemplo, un caso en que el crecimiento de la base monetaria resultante de un cierto monto de intervención del Banco de México, se estimara excesivo para alcanzar los objetivos inflacionarios. En estas circunstancias, el Banco de México ofrecería el monto de liquidez requerido por el sistema; pero a tasas de interés superiores a las vigentes. A propósito de este ejemplo, es preciso recordar que en el muy corto plazo la demanda de liquidez por parte del sistema no responde a movimientos en la tasa de interés, en virtud de la necesidad de liquidar los pagos de obligaciones previamente pactadas. Sin

embargo, el aumento de las tasas provocaría contracciones ulteriores en la cantidad demandada de base y de crédito en general, y en la demanda por bienes y servicios. Así, la acción restrictiva de la política monetaria continuaría hasta que se restableciera el equilibrio, es decir, hasta que el crecimiento de la base fuera congruente con la meta inflacionaria.

Una vez descrito el mecanismo de ejecución de la política monetaria, se procede a analizar la evolución de ésta en el primer trimestre de 1994.

Durante los primeros meses de cada año, las acciones de política monetaria del Banco de México están en buena medida condicionadas por la reducción estacional de la demanda de billetes y monedas. Esto, por lo general, lleva al banco central a vender montos importantes de valores gubernamentales en el mercado abierto, con el objeto de absorber el exceso de liquidez. En el periodo enero-marzo de 1994, el Banco de México esterilizó un monto neto de 4,652 mnp. Al comparar esta cifra con la correspondiente al mismo periodo de 1993 (8,148.8 mnp), se observa que la contracción de la liquidez mediante operaciones de mercado abierto durante los primeros tres meses del año en curso resultó ser sustancialmente menor a la del año previo. Sin embargo, este fenómeno no implicó dejar en el mercado una liquidez excesiva, por las razones siguientes:

-
- (a) En 1994 no se repitió –ni tenía por qué repetirse– la contracción brusca en los depósitos de las instituciones de crédito en el Banco de México, que se dio en 1993 en respuesta a la entrada en operación de la llamada sesión matutina del mercado de dinero, fecha valor día inmediato anterior. En esa sesión, los bancos tienen una oportunidad adicional para evitar sobregiros en sus cuentas en el Banco de México y, por tanto, dicho mecanismo les permite operar con saldos menores en las aludidas cuentas.
- (b) A finales de marzo de 1994, la cantidad demandada de billetes y monedas aumentó considerablemente por la vacación de semana santa, que en este año coincidió con la última semana del citado mes, mientras que en 1993 cayó en abril.
- (c) Independientemente de factores estacionales, la demanda por billetes y monedas se ha estado

incrementando a tasas anuales crecientes desde septiembre de 1993. La incipiente recuperación económica y el abatimiento de las expectativas inflacionarias son elementos explicativos de lo anterior. Pero hay otros, a saber:

- Por un lado, parece ser que el público está sustituyendo parcialmente el uso del cheque por billetes y monedas, en respuesta a las mayores comisiones que ahora cargan las instituciones de crédito por el manejo de las cuentas corrientes y por el hecho de que, a últimas fechas, esas cuentas han venido devengando intereses sustancialmente menores a los de otras opciones de inversión.

- Por otro lado, el monto de los billetes y monedas en caja de la banca también ha aumentado considerablemente durante los primeros meses del año, debido a que las propias instituciones de crédito han estado ofreciendo mas extensamente el servicio de cajeros automáticos, los cuales, para su

funcionamiento, requieren estar abastecidos de papel moneda.

- Existe la percepción de que las comisiones que los emisores de tarjetas de crédito cargan a los establecimientos afiliados a los sistemas respectivos, están alentado pagos en efectivo, mediante los cuales quienes los efectúan obtienen descuentos.

- Asimismo es posible que el crecimiento aparente de la economía informal también implique una mayor demanda por billetes y monedas, toda vez que en ella las transacciones se realizan en efectivo. La validez de esta hipótesis y la cuantificación del fenómeno no pueden ser determinados en virtud de que, por la propia naturaleza de la actividad económica informal, la estimación de su magnitud se enfrenta a muchas dificultades.

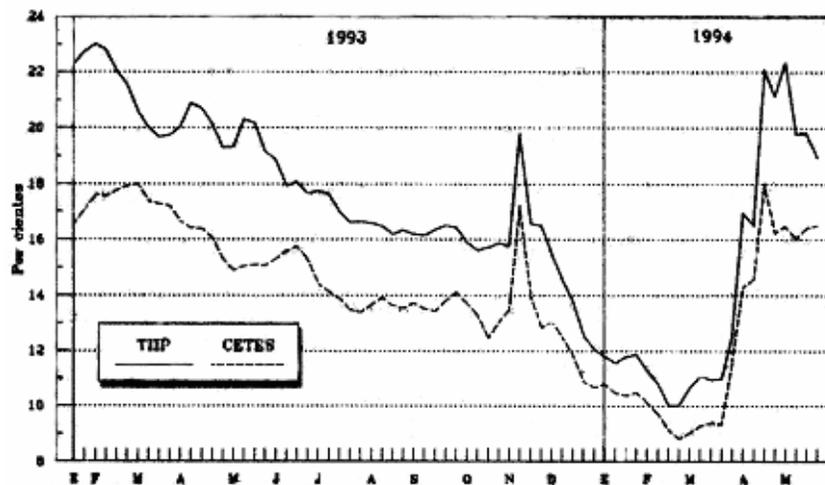
- (d) Por último, en el trimestre enero-marzo de 1993, el Banco de México acumuló un monto sustancial de reservas internacionales mientras que en el conjunto del mismo periodo de 1994, dicha acumulación fue relativamente modesta.

Al adquirir reservas internacionales, el Banco de México automáticamente crea liquidez adicional, la cual podría ser excesiva dada la demanda de dinero primario. De ahí que, cuando se acumulan montos importantes de activos internacionales en el banco central, tal y como sucedió al inicio de 1993, éste vende valores gubernamentales para restablecer el equilibrio del mercado de dinero.

Es de señalarse que durante enero y hasta finales de la tercera semana de febrero de 1994, el Banco de México acumuló montos importantes de reservas internacionales. En efecto, en los primeros dos meses del año se registraron cuantiosas entradas de capitales del exterior, los cuales en una buena parte fueron adquiridos por el banco central. Para evitar presiones inflacionarias indeseables, el instituto emisor esterilizó casi la totalidad del impacto monetario de dichos flujos, lo cual provocó caídas importantes en su crédito interno neto. La presencia de estas corrientes de capital redundó en una prolongación de la tendencia descendente de las tasas de

interés (ver Gráfica 8), iniciada desde octubre de 1992, y en el mantenimiento del tipo de cambio interbancario en el piso de la banda de intervención del Banco de México. Incluso, a mediados de febrero del año en curso, se dio un incipiente movimiento especulativo en una dirección no vista con frecuencia: un buen número de agentes económicos tomaron posiciones cortas en moneda extranjera, ante la expectativa de una apreciación del peso hasta el piso de la banda Pacto:

Gráfica 8
TASA DE RENDIMIENTO DE LOS CETES A 28 DIAS Y
TIIP



Al percatarse dichos agentes de que el ajuste ante la cuantiosa entrada de capitales foráneos se llevaría a cabo mediante reducciones en las tasas de interés (recordar que

la tasa de Cetes a 28 días llegó a 8.81 por ciento en la subasta del 22 de febrero de 1994) y no a través de una apreciación de la moneda nacional, procedieron a cubrir sus posiciones cortas. Esta reacción, aunada a los acontecimientos ocurridos en los mercados financieros internacionales –aumentos sustanciales en las tasas de interés de instrumentos denominados en dólares y caídas importantes en los índices de precios de las principales bolsas de valores del mundo que afectaron de manera particular a los valores emitidos por entidades de países en desarrollo– provocaron que el tipo de cambio interbancario se empezara a elevar y que las tasas de interés se ajustaran al alza.

La elevación del tipo de cambio y el ajuste al alza en las tasas de interés se exacerbó a finales de marzo, en respuesta al trágico asesinato del candidato del Partido Revolucionario Institucional a la Presidencia. De hecho, el 25 de marzo de 1994 el tipo de cambio interbancario llegó al límite superior de la banda de flotación y se mantuvo en esa posición durante cerca de un mes (ver Gráfica 7).

Durante buena parte de abril del presente año, continuó la ya mencionada inestabilidad en los mercados financieros nacionales: el tipo de cambio interbancario permaneció en el techo de la banda prácticamente hasta finales de dicho mes. Sin embargo, el efecto combinado

de los movimientos en el tipo de cambio y en las tasas de interés ha restablecido el equilibrio de los mercados financieros, haciendo innecesario continuar la intervención del banco central en el mercado de divisas que antes se había requerido para mantener el tipo de cambio dentro de la banda de flotación.

El uso simultáneo de los ajustes del tipo de cambio dentro de su banda de flotación, de la flexibilidad de las tasas de interés y de las reservas internacionales, ha permitido amortiguar los efectos negativos de las turbulencias de los mercados financieros del exterior y de los trágicos hechos acaecidos en el ámbito nacional en los últimos meses. Las autoridades están conscientes de la repercusiones que los movimientos pronunciados de las tasas de interés y del tipo de cambio pueden tener sobre ciertos sectores de la economía. Sin embargo, si ante el surgimiento de un factor desestabilizador no se usan las reservas internacionales y el ajuste se concentra en una sola de aquellas variables, las fluctuaciones de ésta será relativamente mayores, afectando de manera más acentuada a los sectores que son sensibles a ella. Por el contrario, si el ajuste se reparte entre más de una variable y, en consecuencia, entre una gama amplia de agentes económicos, las repercusiones seguramente son más soportables.

Siguiendo la línea de razonamiento anterior, es posible afirmar que, si la respuesta a la situación de las semanas recientes se hubiese dado de modo exclusivo por medio de las tasas de interés, el efecto sobre algunos intermediarios financieros, y sobre las empresas y personas físicas con pasivos cuantiosos denominados en moneda nacional, hubiese sido más adverso. En forma análoga, si el ajuste se hubiese producido sólo a través de un movimiento más acentuado del tipo de cambio, otros agentes económicos, como los endeudados en moneda extranjera o los importadores, hubiesen sido los mayormente afectados.

Adicionalmente cabe mencionar que, con el objeto de coadyuvar al ajuste en los mercados, el Banco de México y la SHCP facilitaron un cambio en la composición de la deuda pública interna en manos de los inversionistas, al retirar un monto importante de Cetes, a cambio de Tesobonos.

También ha sido muy positivo en el proceso de estabilización el anuncio del acuerdo de créditos recíprocos recientemente firmado entre Canadá, Estados Unidos y México. En virtud de ese acuerdo, se cuenta ahora con un instrumento adicional para procurar condiciones ordenadas en los mercados cambiarios de Norteamérica.

Este conjunto de medidas ha dado por resultado que disminuyan las presiones en los mercados financieros, como lo muestra la reciente apreciación que ha tenido el peso respecto del dólar y la pequeña declinación ocurrida en las tasas de interés en las últimas semanas.

1.7 *Agregados Monetarios*

Durante los primeros tres meses de 1994, la base monetaria se redujo en 2,335 mnp, después de haberlo hecho en 9,377 mnp en el mismo lapso en 1993. La menor reducción de la base se tradujo, al comparar los saldos de finales de marzo de 1994 con los respectivos del mismo mes del año anterior, en un incremento de 29.7 por ciento de dicho agregado. Esta tasa de crecimiento ciertamente podría parecer excesiva, pero refleja las circunstancias mencionadas en los incisos (a), (b) y (c) referidas anteriormente (páginas 36 a 38). En el promedio diario de la primera quincena de mayo, el crecimiento anual de la base monetaria ya ha descendido a 17.3 por ciento.

La tasa de crecimiento de M1⁽¹⁾ también ha sido relativamente alta, semejante a la de la base monetaria. M1 mostró una tasa de crecimiento de 19 por ciento

⁽¹⁾ El agregado monetario M1 está constituido por la suma de las cuentas de cheques (con y sin intereses) y de los billetes y monedas en poder del público.

promedio mensual durante el primer cuatrimestre de 1994.

Por su parte, durante el primer trimestre de 1994, el saldo de M4⁽²⁾ continuó creciendo a tasas que históricamente se pueden considerar como muy altas si se les analiza en términos reales. La tasa de crecimiento real anual de M4 en marzo pasado fue de 18.2 por ciento, mientras que las de enero y febrero fueron respectivamente de 15.8 y 18.2 por ciento. En cuanto a la evolución de M4 durante el primer trimestre del año, caben los comentarios siguientes:

- El sistema financiero ha crecido considerablemente al hacerse más atractivo que antes para la realización de operaciones de crédito en el sentido más amplio. Esto en virtud de la mejoría de su marco regulatorio, la cual ha removido trabas innecesarias a la acción de los intermediarios financieros.

(2) El agregado monetario M4 está constituido por la suma de billetes, monedas, instrumentos de ahorro bancarios e instrumentos de ahorro del mercado institucional de dinero en poder del público, así como, hasta julio de 1992, por los depósitos del Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (FICORCA) en el Banco de México. A partir de mayo de 1992 incluye los recursos captados a través del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR).

- La tenencia de valores gubernamentales por parte del público registró importantes aumentos en enero y febrero de 1994, al experimentar tasas de crecimiento reales con respecto al mismo mes del año anterior de 33.5 y 45.1 por ciento, respectivamente. Estos aumentos son en buena medida reflejo de las ventas de dichos valores efectuadas por el Banco de México durante los dos primeros meses del año para esterilizar el impacto monetario de las entradas de capital del exterior. Sin embargo, el dinamismo de la tenencia de valores gubernamentales por parte del público sufrió una marcada desaceleración durante marzo, al reducirse la tasa de crecimiento de este saldo al 26.7 por ciento. Este fenómeno es producto, en parte, de las compras de dichos valores por el Banco de México a finales de marzo, efectuadas con un doble objetivo: compensar el efecto monetario de las reducciones observadas en las reservas internacionales y satisfacer el aumento estacional de la demanda de billetes y monedas del

público ante el periodo vacacional de semana santa.

El saldo del financiamiento interno total otorgado por el sistema financiero –que es la principal contrapartida de M4- se incrementó durante el primer trimestre del año en 9.6 por ciento en términos reales con respecto al saldo correspondiente al mismo periodo de 1993⁽¹⁾. El financiamiento interno al sector público no financiero se redujo 26.4 por ciento en términos reales, mientras que el canalizado al sector privado aumentó en 17.1 por ciento, también en terminos reales. Con ello continuó la tendencia, iniciada en 1989, de redistribución del financiamiento interno a favor del último sector mencionado.

II. MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA

El Banco de México debe decidir cómo utilizar en el transcurso del tiempo los instrumentos de política monetaria que tiene a su disposición para alcanzar las tasas de inflación que establezca como metas. Como ya se dijo, es claro que el Banco no tiene el poder de determinar directamente el nivel general de los precios de

(1) Este porcentaje y los que siguen en el mismo párrafo se dan en términos de promedio de saldos a fin de mes.

los bienes y servicios existentes en el mercado. En consecuencia, el instituto emisor debe actuar sobre ciertas variables que, además de influir sobre dicho nivel, pueden ser afectadas de manera directa por la política monetaria.

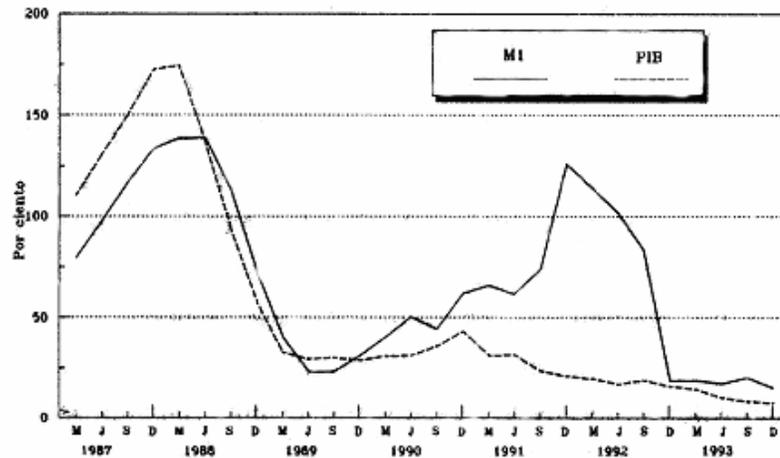
Estas variables son las siguientes: alguno de los agregados monetarios, las tasas de interés y el tipo de cambio. Sin embargo, entre los tratadistas de banca central no ha existido consenso, particularmente en el pasado, en cuanto a si conviene adoptar objetivos rígidos en materia de dichas variables -expresados en forma de reglas inamovibles durante períodos relativamente largos- o si el banco central debe actuar de manera flexible, según resulte conveniente frente a situaciones continuamente cambiantes.

La tendencia actual es a que los institutos emisores cuenten con la flexibilidad necesaria para actuar discrecionalmente sobre las variables mencionadas. Esto en razón de que no se ha comprobado en la realidad la supuesta relación estable que, según las citadas reglas rígidas, existe entre esas variables y las metas inflacionarias.

Al respecto, puede recordarse que las reglas rígidas que se emplearon con mayor frecuencia en el pasado se definieron en términos de tasas de crecimiento de algunos agregados monetarios, ya fuesen el llamado medio

circulante u otros. Estos enfoques fallaron porque la naturaleza misma de los agregados monetarios cambiaba frecuentemente -y lo sigue haciendo. No son lo mismo, por ejemplo, las cuentas de cheques sin causa de intereses que las cuentas de cheques que los devengan. En consecuencia, la velocidad de circulación del dinero -la cual establece la relación entre el monto del dinero en manos del público y el nivel general de los precios, dada la magnitud del producto interno real- resulta muy inestable. La Gráfica 9 confirma lo anterior para el caso de México. En estas condiciones, la utilidad de estas reglas, definidas en términos de agregados monetarios, ha resultado cuestionable para la consecución de metas inflacionarias.

Gráfica 9
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB NOMINAL Y
DE M1
(Respecto al mismo trimestre del año anterior)



A la luz de lo anterior, la Junta de Gobierno del Banco de México estima que es indispensable contar con la flexibilidad necesaria para determinar y en su caso adoptar, con agilidad, las medidas más idóneas para abordar los problemas derivados de un entorno expuesto a cambios que a veces no son ni graduales ni previsibles.

El Banco de México ha venido operando bajo estos principios durante los últimos años, obteniendo resultados favorables. Por lo tanto, no parece haber razones de peso para que la Institución cambie los lineamientos generales que ha seguido en la conducción de la política monetaria. Estos son:

- (1) Ajustar diariamente la oferta de la base monetaria con el objeto de que ésta satisfaga la demanda esperada de base, a las tasas de interés del mercado, sujeto a que la variación resultante de la misma base no vulnere las metas inflacionarias. Una vez satisfecha esta última condición, el Banco procura no ser contraccionista.
- (2) Si por cualquier eventualidad, incluso el surgimiento de presiones cambiarias, el cumplimiento de los objetivos inflacionarios se pone en entredicho, el Banco sigue atendiendo la demanda diaria de base monetaria -pues de otra manera no puede cerrar el sistema de pagos-, pero a tasas de interés superiores a las del mercado. Cabe recordar que, suponiendo otros factores constantes, a mayores tasas de interés la demanda por bienes y servicios y por moneda extranjera tiende a disminuir.

Es pertinente hacer algunas aclaraciones en relación con los lineamientos anteriores. Si bien éstos toman como punto de referencia la base monetaria, no se establecen

reglas rígidas para su comportamiento futuro, precisamente para tener la flexibilidad de ajustar su crecimiento ante diferentes contingencias sin comprometer la factibilidad del objetivo inflacionario. Se elige a la base como el principal agregado de referencia para la conducción de la política monetaria, por ser la variable que el Banco de México puede afectar de manera directa mediante sus acciones.

III. METAS INFLACIONARIAS

El Banco de México debe cumplir con el mandato constitucional conforme al cual ha de procurar como objetivo prioritario la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

A este respecto, la Junta de Gobierno ha decidido establecer metas para la inflación, tanto de corto como de medio y largo plazos. Así, los agentes económicos podrán utilizar esas metas como pronósticos del aumento futuro del nivel general de los precios, lo cual facilitará la compleja tarea de tomar decisiones cuyos efectos se extienden a través del tiempo.

En adición, la Junta estima que, a partir del nivel de inflación actual, las reducciones ulteriores del ritmo de ese fenómeno no deben ser bruscas en lapsos demasiado

cortos. Si tal fuera la aspiración del banco central, se correría el riesgo de imponer un ajuste sobre el sector real de la economía, que pudiere resultar severo para algunos agentes económicos. Los costos de dicho ajuste serían elevados en comparación con los beneficios que produciría una inflación sustancialmente menor en el futuro cercano.

Meta de Corto Plazo

La Junta de Gobierno considera que el Banco debe coadyuvar en todo lo posible a la consecución de la meta de reducción de la inflación que se acordó en la reunión del “Pacto” de octubre de 1993, la cual se confirmó en el documento intitulado “Criterios Generales de Política Económica para la Iniciativa de Ley de Ingresos y el Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación correspondientes a 1994”

Objetivo de Medio Plazo

El Gobierno Federal, a través de diversas exposiciones que sus funcionarios han hecho durante los últimos años, ha manifestado su propósito de reducir la tasa de inflación a niveles semejantes a los que privan en los países que son los principales socios comerciales de

México. La Junta de Gobierno del Banco concuerda con este criterio como objetivo de medio plazo.

Objetivo de Largo Plazo

El mandato constitucional al que está sujeto el Banco de México no necesariamente se cumple con el logro de la meta de medio plazo antes señalada. Esto en virtud de que no está garantizado que la inflación en los países que son nuestros principales socios comerciales se reduzca al punto de alcanzar la estabilidad del nivel general de los precios. Siendo este último el objetivo congruente con el citado mandato constitucional, se estima que la inflación deberá disminuir a un nivel entre 0 y 3 por ciento. Según el consenso internacional que se desprende de los estudios en materia de índices de precios, las tasas de inflación comprendidas dentro de ese rango pueden ser calificadas como correspondientes a una situación de estabilidad en el nivel general de los precios. Ello, dada la sobreestimación que dichos índices hacen del ascenso de los precios, en virtud de que aquéllos no toman en cuenta cabalmente la mejoría de la calidad de los productos, además de adolecer inevitablemente de otros problemas técnicos.

El tiempo en que se puedan alcanzar las metas de medio y de largo plazo dependerá en gran medida de la

congruencia de los distintos aspectos de la política económica, incluso los encargados al banco central. Esa congruencia también será determinante para que el abatimiento de la inflación no implique costos innecesarios en términos de crecimiento económico.