La política monetaria para 1995

BANCO DE MEXICO*

Introducción

Conforme al párrafo sexto del artículo 28 constitucional y a la ley reglamentaria respectiva, el Banco de México tiene como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Para ello el Banco cuenta con la facultad de manejar de forma autónoma su propio crédito.

Toda vez que la adopción de una política monetaria adecuada a cada coyuntura es un elemento necesario, mas no suficiente, para lograr la estabilidad de precios, resulta importante analizar el entorno en que se desarrolla dicha política. Por ello se hace un breve recuento de la situación económica del país durante 1994 y se analiza el desarrollo de la política monetaria y cambiaria en ese año. Enseguida se describe el programa de política monetaria para 1995 en el marco del actual régimen cambiario de flotación.

La situación económica en 1994

Producción y empleo

En 1994 se registró una recuperación notable de la actividad económica del país. Según las estimaciones más recientes, en ese año el PIB aumentó 3.1%,[1] gracias al crecimiento de la inversión y del gasto de consumo, así como al aumento más acelerado de las exportaciones de bienes y servicios.

1. Todas las variaciones de este apartado se expresan en términos reales.

La intensificación de la actividad económica se manifestó con claridad a partir del segundo trimestre de 1994. Durante el primero, segundo y tercer trimestres, el PIB creció a tasas reales anuales de 0.5, 3.8 y 4.5 por ciento, respectivamente. Cabe destacar, asimismo, que la totalidad de los componentes de la demanda agregada contribuyeron a reactivar la actividad económica. La formación de capital creció a una tasa muy elevada –de más de 8%–, en respuesta a las amplias oportunidades para invertir que desde años atrás se venían abriendo y que se ensancharon con la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC).

Sector externo

La evolución del sector externo a lo largo de 1994 se caracterizó por: a] el favorable crecimiento de las exportaciones totales de mercancías, originado en las ventas no petroleras, pues las del hidrocarburo permanecieron prácticamente sin cambio; b] el aceleramiento del dinamismo de las exportaciones manufactureras, tanto de las no maquiladoras como de las maquiladoras; c] la recuperación del crecimiento de las importaciones de todo tipo de bienes, principalmente en respuesta a la entrada en vigor del TLC y a la reactivación

* *En cumplimiento de lo dispuesto por el artículo 51, fracción 1 de la Ley del Banco de México, en enero último la Junta de Gobierno de esta institución envió al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión la exposición sobre la política monetaria correspondiente al ejercicio comprendido del 1 de enero al 31 de diciembre de 1995.* Comercio Exterior *reproduce el resumen de ese documento con pequeños cambios editoriales.*

del crecimiento económico; d] los niveles más elevados de los déficit comercial y de la cuenta corriente de la balanza de pagos, y e] las reversiones, durante ciertos lapsos, de los flujos de capital hacia México, como consecuencia de acontecimientos políticos o delictivos de marcado efecto negativo. Estos sucesos, al darse en un entorno en el que se desarrolló la idea de que el déficit en cuenta corriente podría no ser financiable, determinaron que el régimen cambiario resultara finalmente insostenible.

De enero a noviembre de 1994 el déficit de la balanza comercial fue de 16 850 millones de dólares, cifra mayor 4 589 millones que la del mismo período de 1993 (véase el cuadro). En el mismo lapso de 1994 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos ascendió a 27 022 millones de dólares.

Vale la pena destacar que en los primeros once meses de 1994 las exportaciones totales de mercancías crecieron 17.6% con respecto al período similar de 1993, cuando el incremento fue de 12.3%. Las ventas manufactureras crecieron 22.1% de enero a noviembre de 1994, la tasa más elevada desde 1989.

En el último lapso señalado, la cuenta de capital de la balanza de pagos tuvo un superávit de 14 592 millones de dólares (superávit que seguramente se redujo en diciembre, pues en ese mes se presentaron importantes salidas de capital), cuando en el mismo lapso de 1993 fue de 23 778 millones (30 882 en el período enero-diciembre).

Inflación

El crecimiento del índice nacional de precios al consumidor (INPC) de diciembre de 1994 contra el mismo mes de 1993, descendió a 7.05%, el más bajo en 22 años.

La moderada inflación de 1994 obedeció a varios factores: a] la consolidación de la apertura de la economía, la cual permitió que el crecimiento de la demanda interna encontrara una oferta de bienes y servicios capaz de responder rápidamente; b] el limitado efecto en los precios del ajuste del tipo de cambio dentro de la banda de flotación –de enero al 19 de diciembre–, atribuible a una reducción de los márgenes de comercialización de los bienes importados o con contenido importado considerable, y c] una política monetaria orientada a disminuir la inflación.

Finanzas públicas

A la fecha en que se envió este documento, aún no se disponía de las cifras definitivas de todo el año de 1994. Durante los tres primeros trimestres, el balance económico del sector público mostró un superávit de 5 500 millones de nuevos pesos, equivalente a 0.4% del PIB. El superávit primario del período enero-septiembre fue de 31 800 millones de nuevos pesos, 2.6% del PIB. Cabe señalar que estas cifras corresponden a flujos de caja calculados con la metodología de ingreso-gasto.

BALANZA COMERCIAL (MILLONES DE DÓLARES)

	1993 *(1)*	*1993[a]* *(2)*	*1994[a]* *(3)*	*Variación absoluta* *(3–2)*	*Variaciones porcentuales* *1993*	*1994[b]*
Exportaciones totales	51 886	47 207	55 526	8 319	12.3	17.6
Petroleras	7 418	6 912	6 737	–175	–10.7	–2.5
No petroleras	44 468	40 295	48 789	8 494	17.4	21.1
Agropecuarias	2 504	2 279	2 358	79	18.6	3.4
Extractivas	278	252	319	67	–21.9	26.5
Manufactureras	41 685	37 763	46 112	8 348	17.7	22.1
Maquiladoras	21 853	19 840	24 072	4 233	17.0	22.1
Resto	19 832	17 924	22 039	4 115	18.5	23.0
Importaciones totales	65 367	59 468	72 376	12 908	5.2	21.7
Bienes de consumo	7 842	7 077	8 576	1 499	1.3	21.2
Bienes intermedios	46 468	42 373	51 717	9 345	8.5	22.1
Maquiladoras	16 443	15 130	18 782	3 652	18.0	24.1
Resto	30 025	27 243	32 936	5 693	3.9	20.9
Bienes de capital	11 056	10 018	12 082	2 064	–4.3	20.6
Balanza comercial	–13 481	–12 261	–16 850	–4 589	–15.4	37.4

a. Enero–noviembre. b. Enero–noviembre, con respecto al mismo período del año anterior.

Entre las acciones del sector público que afectan la demanda agregada es importante considerar el crédito otorgado por la banca de desarrollo y los fideicomisos de fomento. El acentuado crecimiento de este rubro en 1994 fue un importante factor de expansión de la demanda agregada. Se estima que el saldo de la cartera de crédito de la banca y los fideicomisos mencionados a los sectores privado y social aumentó 55 000 millones de nuevos pesos, cifra equivalente a 4.4% del PIB y mayor 1.9 puntos del PIB que la correspondiente a 1993.

Las políticas cambiaria y monetaria en 1994

Política cambiaria

Durante casi todo 1994 se mantuvo vigente el régimen cambiario adoptado desde noviembre de 1991, consistente en dejar flotar el tipo de cambio en una banda que se ensanchaba diariamente. El 20 de diciembre se elevó 15% el techo de la banda y se prosiguió con el mismo deslizamiento. Ello no resultó sostenible; se abandonó el régimen de banda y se pasó al de flotación a partir del 22 de diciembre.

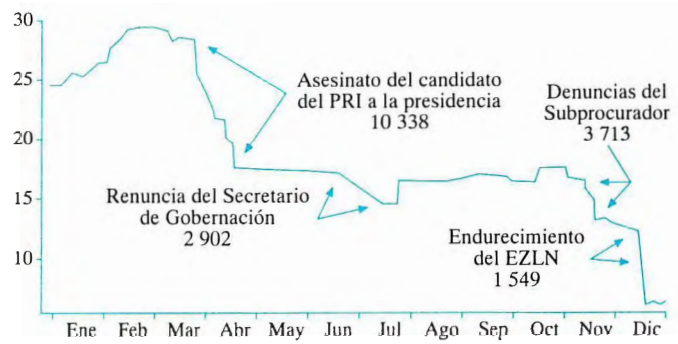
El mercado cambiario estuvo sujeto a presiones recurrentes desde la segunda mitad de febrero. Desde entonces las tasas de interés estadounidenses empezaron a subir y, además, se produjeron algunos acontecimientos políticos y delictivos en México que despertaron gran inquietud por la estabilidad política del país. Algunos de esos sucesos coincidieron con las etapas en las que el tipo de cambio llegó al techo de la banda y, en consecuencia, se perdieron reservas. Esto se advierte en la gráfica, que muestra las caídas asociadas al asesinato del candidato del PRI a la presidencia, Luis Donaldo Colosio, a la renuncia del Secretario de Gobernación, a las denuncias y renuncia del subprocurador Mario Ruiz Massieu, y al endurecimiento del Ejército Zapatista de Liberación Nacional (EZLN).

Como se aprecia en la gráfica, las reservas internacionales se mantuvieron prácticamente estables de fines de abril a mediados de noviembre de 1994, salvo breves lapsos. Esto es muy significativo. Implica que en esos meses los flujos netos de capital hacia México fueron por un monto similar al del déficit de la cuenta corriente en el mismo lapso. La balanza de pagos se mantenía en equilibrio.

Esto fue así por dos razones: porque apenas surgieron presiones en el mercado cambiario, se dejó al tipo de cambio ascender dentro de la banda y porque se adoptó una política monetaria restrictiva. Esa política propició incrementos notables en el rédito. La tasa de interés de referencia (la interbancaria promedio, TIIP), que refleja las condiciones del mercado de dinero al mayoreo, se elevó de 10.8% a mediados de febrero a 22.1% a mediados de abril y se mantuvo en

G R Á F I C A

SALDOS DE LA RESERVA INTERNACIONAL NETA EN 1994 (MILES DE MILLONES DE DÓLARES



niveles altos durante el resto del año en términos nominales y reales.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Banco de México facilitaron la sustitución de valores gubernamentales denominados en pesos (Cetes, Bondes y Ajustabonos) por Tesobonos, instrumento cuyo valor en dólares no se ve afectado por las variaciones del tipo de cambio. Así, las autoridades financieras ofrecieron una opción para que los inversionistas pudieran cubrir su exposición al riesgo cambiario. A la vez, la oferta de Tesobonos coadyuvó al endurecimiento de la política monetaria. En 1994 la circulación de estos títulos aumentó 26 400 millones de nuevos pesos. Ello permitió disminuir en 77 860 millones de nuevos pesos la circulación de papel gubernamental denominado en pesos.

Los logros que se obtuvieron de finales de abril a mediados de noviembre en materia de estabilización de los mercados financieros nacionales contribuyeron a reanudar el crecimiento económico con una inflación a la baja. Sin embargo, nuevos acontecimientos desfavorables a mediados de noviembre y a partir de la segunda decena de diciembre produjeron una situación muy difícil de resolver: a] se había agotado el espacio para que el tipo de cambio pudiera ajustarse al alza dentro de la banda de flotación; b] se habían abatido las reservas internacionales, y c] las tasas de interés reales se encontraban en niveles que auguraban graves dificultades a los intermediarios financieros y a los deudores en general. Todos estos factores, aunados a una renovada volatilidad en los mercados financieros internacionales, a la percepción de algunos participantes en el mercado de la dificultad de financiar, en esas circunstancias, el déficit de la cuenta corriente previsto para 1995, y al endurecimiento del EZLN, provocaron un ataque en contra de la moneda nacional, el cual ya

no pudo ser detenido mediante las medidas que hasta entonces habían sido eficaces.

En consecuencia, el 19 de diciembre de 1994 la Comisión de Cambios acordó abandonar el régimen cambiario, por lo que comunicó, en el seno del Pacto para el Bienestar, la Estabilidad y el Crecimiento, la decisión de pasar a un régimen de flotación. Sin embargo, se encontró ahí una muy extendida opinión en el sentido de que antes de ir a una flotación, era conveniente intentar la estabilización del mercado cambiario mediante la elevación del techo de la banda, a lo cual accedió la Comisión de Cambios. Como es del dominio público, el intento no tuvo éxito, por lo que se acordó aplicar el régimen de flotación con efectos a partir del 22 de diciembre pasado.

Política monetaria y agregados monetarios

En 1994 el mercado de cambios estuvo sujeto a presiones recurrentes, lo cual redundó, entre otros factores, en pérdida de reservas internacionales en las etapas más álgidas. En tal situación, el instituto central adoptó una política monetaria restrictiva.

La evolución del crédito interno neto del Banco de México en 1994 no puede analizarse debidamente sin observar su trayectoria en años anteriores. El crédito interno neto disminuyó enormemente entre marzo de 1990 y marzo de 1994 como consecuencia de la política de esterilización en gran escala para mitigar el efecto inflacionario de los grandes flujos de capital hacia el país que se dieron en esos años. Asimismo, a lo largo de casi todo el período y hasta mediados de noviembre de 1994, las reservas internacionales cubrieron con exceso la base monetaria. Lo anterior indica que la política monetaria fue apropiada y de ninguna manera laxa.

Dado el régimen cambiario existente antes de la flotación, la demanda de base monetaria se podía satisfacer con crédito interno neto del Banco de México o mediante la monetización de los aumentos en las reservas internacionales. Debido a que estas últimas no aumentaron a partir de febrero de 1994, el crédito interno neto tuvo que aumentar en ese período para satisfacer la mayor demanda de billetes y monedas. Cabe recordar que el crecimiento de la oferta de base, cuando está correspondido por un aumento del mismo monto en la demanda, no genera presiones inflacionarias.

A partir de septiembre de 1993 se observó una aceleración del crecimiento (a tasa anual) de los billetes y monedas en circulación, la cual continuó durante 1994. Varios factores explican el aumento de la demanda de billetes y monedas, entre ellos el mayor vigor de la actividad económica a partir del segundo trimestre de 1994, así como la menor inflación, la cual continuó alentando el ya largo proceso de remonetización de la economía que se observaba desde años anteriores. Sin embargo, el comportamiento de la actividad económica y de la inflación no explican la totalidad del aumento en la demanda de billetes y monedas por parte del público. En lo que sigue se presentan otras razones que pueden explicar el crecimiento extraordinario de la circulación de billetes y monedas en 1994.

Los bancos incrementaron los cargos al cliente por el uso de cuenta de cheques, principalmente para evitar subsidios cruzados entre los diferentes usuarios de los servicios bancarios. Asimismo, a partir de abril de 1994 los bancos redujeron significativamente las tasas de interés aplicables a los saldos de las cuentas de cheques. Todo ello indujo un uso más intenso de monedas y billetes, pues las nuevas tasas no compensan para muchos usuarios los costos de transacción de emplear cheques como medio de pago.

Un factor adicional que podría explicar el menor atractivo de las cuentas de cheques es que los bancos empezaron a cobrar comisión por el pago de servicios públicos (luz, teléfono, agua, predial, etc.). La implantación de dicho cargo propició la preferencia del público por efectuar esos pagos en efectivo directamente a las empresas de servicios (CFE, Telmex, etc.). De esto resultó una mayor demanda por billetes y monedas.

Después del auge en la expedición de tarjetas de crédito y ante el incremento de cartera vencida que esto generó, la banca decidió adoptar normas más estrictas en la materia. De diciembre de 1993 a agosto de 1994, el total de tarjetas de crédito vigentes se redujo 1.7%. A ello pudo haber contribuido, también, que el público consideró más riesgoso el empleo de tarjetas en vista del incremento de los fraudes y asaltos.

De lo expuesto se deriva que existen elementos suficientes para aseverar que el aumento inusitado de los billetes y monedas en circulación –y por tanto de la base monetaria– se debió a una mayor demanda causada por factores exógenos. En tales condiciones, las altas tasas de crecimiento de la base, tanto en términos reales como nominales, no reflejan un política monetaria laxa. Esta conclusión se refuerza con dos consideraciones adicionales: M1 tuvo un crecimiento nominal bajo (5.7%) en comparación con el aumento del PIB nominal (10.4%) y negativo en términos reales (–1.2%). Por su parte, la tasa de inflación, especialmente la correspondiente a bienes y servicios no comerciables internacionalmente, continuó cayendo hasta antes de la devaluación de diciembre.

Comentarios adicionales

Se ha mencionado con gran insistencia que el déficit de la cuenta corriente y la apreciación del tipo de cambio real fueron los principales causantes de las devaluaciones de diciembre

El mercado cambiario estuvo sujeto a presiones recurrentes desde la segunda mitad de febrero. Desde entonces las tasas de interés estadounidenses empezaron a subir y, además, se produjeron algunos acontecimientos políticos y delictivos en México que despertaron gran inquietud por la estabilidad política del país

pasado. A este respecto, es importante precisar, en primer lugar, que un déficit de la cuenta corriente no siempre es un resultante de la apreciación del tipo de cambio real. Baste con señalar que en los últimos años Japón ha tenido superávit de la cuenta corriente de un gran tamaño y al mismo tiempo su divisa ha experimentado una apreciación, en términos reales, sin precedente.

El déficit en cuenta corriente es el resultado de un exceso de inversión sobre ahorro interno. La ampliación de la brecha entre inversión y ahorro interno en el país reflejó más que nada el crecimiento de la acumulación neta de capital productivo de 1989 a finales de 1994. Dicha acumulación fue promovida, en buena parte, por las cuantiosas entradas de capital del exterior. Éste fue atraído por las atractivas oportunidades de inversión en el país.

La mayor inversión aumenta la productividad de la mano de obra y el salario real. A la postre, y en caso de que las entradas de capital sean masivas, como sucedió en México, el tipo de cambio real tiende a apreciarse. Pero al responder la apreciación a los incrementos de la productividad de la mano de obra, aquélla no se debe considerar como una señal de pérdida de competitividad de los productos nacionales en el exterior. La evolución de las exportaciones en los últimos años prueban la veracidad de este argumento. Como se mencionó, las ventas externas de manufacturas crecieron a una tasa anual superior a 22% en el lapso enero-noviembre de 1994 con respecto al correspondiente a 1993; esa tasa fue la mayor de los últimos seis años. Esto no hubiera sucedido sin una competitividad creciente de la planta productiva.

Al formular la política económica sólo se pueden tomar en cuenta elementos conocidos o previsibles. Una política no puede ser válidamente condenada por no haber considerado sucesos impredecibles. Por lo que toca específicamente a la formulación de la política monetaria de 1994, es claro que no se contaba, ni se podía contar, con un pronóstico de la sucesión de las perturbaciones políticas ocurridas, que incluyó acontecimientos no vistos en México durante más de medio siglo.

Consideraciones para definir la política monetaria

México tiene en la actualidad un régimen de tipo de cambio flotante. Esto implica que el tipo de cambio fluctúe al alza o la baja en la medida necesaria para equilibrar la oferta y la demanda de divisas. Conforme a este régimen, el banco central usualmente no interviene en el mercado. Sin embargo, en los países que han adoptado tal régimen, los bancos centrales suelen intervenir cuando surgen circunstancias extraordinarias. Así ha sucedido en México en algunos días de las últimas semanas, en los cuales han ocurrido vencimientos de inversiones extranjeras en papel gubernamental o bancario que no fueron renovadas. Para evitar fluctuaciones excesivas del tipo de cambio, en tales ocasiones el instituto central ha vendido divisas provenientes de sus reservas y del fondo de estabilización cambiaria negociado recientemente por las autoridades financieras mexicanas con entidades del exterior.

El programa de crédito interno del Banco de México para 1995 se ha formulado en el supuesto de que el régimen de flotación va a continuar. No hay elementos para utilizar otro supuesto, ya que la escasez de reservas y diversos factores de incertidumbre impiden por ahora adoptar un régimen cambiario diferente.

La vigencia de un régimen de tipo de cambio flotante no es razón para que el Banco de México deje de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Lo debe

hacer, principalmente, mediante un manejo idóneo de su propio crédito. Por ese medio puede influir, de manera indirecta, en la evolución de la demanda agregada y, por ende, en los precios.

La presente crisis de confianza en la moneda nacional determina la conveniencia de que el banco central adopte una política de crédito primario sumamente estricta. Esto lo puede hacer imponiéndose un límite al crecimiento de su crédito interno durante el año.

Esta fórmula puede contribuir de manera eficaz a que las expectativas inflacionarias de los agentes económicos vayan convergiendo con las proyecciones de precios contenidas en el programa económico adoptado por el gobierno federal, las cuales concuerdan con las estipulaciones del Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica.

Límite de crédito interno neto

El programa económico del gobierno federal y los compromisos suscritos en el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica constituyen el marco de referencia para que el Banco de México, mediante la limitación de su crédito interno, contribuya en forma decidida a lograr su objetivo prioritario de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

El 4 de enero último, el Banco de México informó a la opinión pública sobre su propósito de fijar un límite de 12 000 millones de nuevos pesos al crecimiento de su crédito interno neto en 1995. Sin embargo, a la luz de proyecciones más precisas sobre la evolución esperada de la velocidad de circulación del dinero de curso legal, la Junta de Gobierno ha decidido disminuir dicho límite a 10 000 millones de nuevos pesos. Este resulta compatible con el crecimiento previsto del PIB real de 1.5% y con una inflación que no debiera exceder de 16% en promedio para el año y de 19% medida de diciembre a diciembre.

Es importante señalar que el monto referido no representa una meta, sino un valor máximo. Por tanto, la expansión del crédito interno será menor, si esto es conveniente para propiciar una más rápida estabilización sin causar trastornos graves.

El crédito interno neto y los financiamientos para regulación cambiaria

El Banco de México informará mensualmente sobre la evolución del crédito primario, así como sobre el flujo neto de los financiamientos que la propia institución reciba del extranjero con propósitos de regulación cambiaria.

Metas inflacionarias

Para cumplir con el mandato constitucional conforme al cual el Banco de México ha de procurar, como objetivo prioritario, la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, su Junta de Gobierno ha decidido establecer metas de estabilización del nivel general de precios, lo cual facilita la compleja tarea de tomar decisiones cuyos efectos se extienden a través del tiempo. Por otro, el propio Banco de México necesita de esas metas para determinar sus acciones de política monetaria.

Objetivo de corto plazo

Como resultado de la depreciación del tipo de cambio, la Junta estima que durante los primeros meses de 1995 habrán de registrarse tasas elevadas de inflación mensual. De conformidad con el programa económico del gobierno federal y el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica se espera que dichas tasas disminuyan apreciablemente a finales del año, de manera que la inflación de diciembre de 1994 a diciembre de 1995 no sea mayor de 19%. El Banco actuará en la forma que corresponda para coadyuvar en esa meta.

Objetivo de mediano plazo

La Junta de Gobierno considera que una vez superada la actual coyuntura económica, será posible avanzar en la estabilización de los precios. En este sentido, se ha impuesto el propósito de alcanzar un nivel de inflación inferior a 10% anual a diciembre de 1996 para, posteriormente, continuar el proceso de convergencia de la inflación del país con la que registran sus principales socios comerciales.

Objetivo de largo plazo

El mandato constitucional al que está sujeto el Banco de México no necesariamente se cumple al alcanzar la meta de mediano plazo señalada. El objetivo de largo plazo debiera ser el logro de una tasa de inflación anual entre 0 y 3 por ciento. Según el consenso internacional, las tasas de inflación comprendidas en ese rango son las que pueden ser calificadas como correspondientes a una situación de estabilidad del nivel general de los precios.

El tiempo en que se pueda llegar a las metas de mediano y largo plazos dependerá en gran medida de la congruencia con que se instrumenten los distintos aspectos de la política económica, incluyendo los encomendados al banco central. Dicha congruencia también será determinante para que el abatimiento de la inflación no implique costos innecesarios en términos de crecimiento económico y de empleo.