

vos sería evitar que el efecto secundario de aquéllos afecte la dinámica de la llamada inflación subyacente y las expectativas inflacionarias¹ decrecientes. Lo anterior implica que, ante un proceso de ajuste de los precios relativos, la política monetaria contribuiría a resolver los desequilibrios macroeconómicos que aparecieran en el camino, al procurar que no se alimente una espiral inflacionaria.

El Banco de México reconoce que si bien los salarios reales están comenzando recuperarse en la mayoría de los sectores, han partido de niveles bajos. Aunque sin duda es deseable que aumenten, lo importante es que lo hagan de manera sostenible. Sin embargo, esto sólo se puede lograr con avances sostenidos en la productividad de la mano de obra —lo cual sólo se puede alcanzar en un ambiente de estabilidad— y no con medidas administrativas o voluntaristas. Por tanto, para abatir la inflación y así estimular el incremento de los salarios reales es conveniente que los ajustes respectivos sean congruentes con los objetivos inflacionarios preestablecidos y con la evolución de la productividad de la mano de obra. Ello, hay que reiterarlo cuantas veces sea necesario, hace posible una caída más rápida de la inflación, lo cual propicia el aumento sostenible de las percepciones reales de los trabajadores y la creación de fuentes de trabajo. En efecto, al inducir el descenso de las tasas de interés y promover el ahorro interno, la estabilidad estimula la inversión en instalaciones productivas y en tecnología, cuya operación eleva el salario real al generar una mayor demanda de mano de obra y al propiciar incrementos de la productividad del trabajo. El aumento del empleo, con el concomitante incremento del salario real, se traduce en un mayor ingreso disponible para los trabajadores, en un entorno de inflación declinante gracias a la prudencia salarial.

Es oportuno apuntar que el Banco de México actuará en lo fundamental con el objetivo en mente de lograr reducciones sostenibles de la inflación. Es relativamente fácil conseguir una caída rápida y cuantiosa de ésta. Sin embargo, sólo en condiciones muy especiales, ausentes en la situación actual de México, se puede alcanzar lo anterior sin crear grandes desequilibrios en otros ámbitos de la economía que a la postre hagan insostenibles los avances en la lucha contra la inflación. De ahí que la Junta de Gobierno del instituto central esté convencida de que el camino que habrá que seguir es aquel que permita disminuir la inflación de manera sostenida.

En relación con lo anterior, al aplicar el programa monetario se vigilará el desempeño de variables tales como las entradas de capitales, el tipo de cambio real y el déficit de la cuenta corriente, conceptos que en ciertas circunstancias podrían inducir inestabilidad en los mercados financieros nacionales y revertir las ganancias inflacionarias que se hayan obtenido en el pasado. La política monetaria responderá a los desarrollos de las variables aludidas sólo en los limitados casos en que tenga la capacidad de afectarlas —lo que sucede cuando el comportamiento indeseado es resultado de un desequilibrio o trastorno de orden monetario— y siempre en concordancia con su objetivo prioritario de procurar un abatimiento sostenible de la inflación.

1. Así procede la mayoría de los bancos centrales del mundo.

De lo anterior se deriva que habrá casos en que la evolución indeseable del tipo de cambio real, de las entradas de capital y del saldo de la cuenta corriente responda a fenómenos no monetarios, en cuyo caso otras políticas económicas, en particular la fiscal, se tendrían que ajustar para evitar desequilibrios desestabilizadores.

En todo caso no hay que olvidar que el régimen de flotación cambiario y de tasas de interés vigente en México ofrece cierta protección en contra de grandes desequilibrios externos. La flotación tiene la gran virtud de hacer improbable que el tipo de cambio se aleje, de manera persistente y considerable, de los niveles en que las distintas épocas resultan congruentes con las condiciones fundamentales de la economía. En ese régimen no sucede, como con el de tipo de cambio administrado, que la autoridad tenga que determinar —tarea excesivamente difícil— cuál es el tipo de cambio de equilibrio no sólo en un momento dado, sino en cualquier circunstancia. Lo mismo sucede con la flotación de las tasas de interés, pues éstas se ajustan oportunamente a las condiciones prevalecientes en el mercado sin la intervención del instituto central, lo cual es sumamente útil en un entorno de volatilidad en los mercados financieros.

Con un régimen de flotación es difícil esperar el surgimiento de déficit insostenibles en cuenta corriente o desviaciones significativas del tipo de cambio real de su nivel de equilibrio, debido a que la causa más probable de este fenómeno, las entradas de capital a corto plazo, se desincentivan con el mencionado régimen cambiario. No hay que olvidar también que la flexibilidad del tipo de cambio y de las tasas de interés ha probado ser un arreglo monetario muy eficaz para absorber perturbaciones provenientes de mercados financieros del exterior volátiles. De ahí que la Junta de Gobierno esté convencida de las virtudes de seguir operando en el marco de la libre flotación del tipo de cambio y de las tasas de interés.

ELEMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA PARA 1998

La facultad exclusiva de crear dinero distingue a un banco central de cualquier otro intermediario financiero. Esta facultad se debe ejercer de manera prudente, pues de lo contrario se puede generar la causa más elemental de la inflación: los excesos de oferta de dinero primario. Éstos producen aumentos inmediatos en las expectativas inflacionarias del público, lo que a su vez da lugar a depreciaciones cambiarias, elevación de las tasas de interés, salarios nominales más altos y alzas en los precios de los bienes y servicios. De ahí que la Junta de Gobierno establezca como uno de los elementos fundamentales de su programa monetario para 1998 una regla de operación básica que ofrezca las mayores seguridades de que este instituto central no creará un exceso de base monetaria. Este elemento consiste en lo siguiente:

El Banco de México, como regla general, ajustará diariamente la oferta de dinero primario de manera que corresponda a la demanda de base monetaria. Cualquier desequilibrio no intencional en la liquidez del mercado de dinero que resulte de

errores en la estimación diaria de la demanda de base se corregirá en las operaciones inmediatas siguientes que el banco central lleve a cabo en dicho mercado. Todo esto representa el compromiso del banco central de mantener, por lo general, una política monetaria neutral.

La regla de operación básica descrita equivale, en términos más técnicos, a que, al determinar diariamente sus operaciones de mercado abierto, el Banco de México persiga por lo general un objetivo de saldos acumulados de cero de las cuentas corrientes que el instituto emisor les lleva a los bancos comerciales. También implica que el Banco de México esterilizaría el efecto monetario que resulte de las variaciones de los activos internacionales netos, de los créditos que se le extiendan al Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa) y de las operaciones que la Tesorería de la Federación efectúe en su cuenta con el instituto emisor.

Como se recordará, en marzo de 1995 el instituto emisor decidió adoptar el denominado encaje promedio cero a fin de que los saldos deudores que, en su caso, aparezcan al cierre de cada jornada en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco de México se compensen dentro de períodos de 28 días, con la constitución, en otros días, de saldos acreedores en esas mismas cuentas, de por lo menos igual monto. Si algún banco no cumple con la condición descrita deberá pagar intereses a una tasa de dos veces la vigente de los Cetes a 28 días² sobre el faltante acumulado. Cabe mencionar que los saldos acreedores que los bancos mantengan al cierre del día en su cuenta en el Banco de México no son remunerados, por lo que las instituciones carecen de incentivos para dejar en promedio durante el período de cómputo saldos positivos en sus cuentas. Así, se puede presumir que los bancos tratarán de dejar sus saldos acumulados en cero al cierre de cada período de medición de 28 días, lo cual en principio³ podrán lograr en caso de que el Banco de México aplique diariamente su regla de operación básica.

La aplicación estricta de la regla de operación básica descrita implicaría que el Banco de México satisficiera pasivamente la demanda de base monetaria que se le manifestase, lo cual podría ser fuente de algunos problemas. En particular, el instituto central podría, eventualmente, estar satisfaciendo una demanda de dinero congruente con un patrón de inflación superior al deseado.

2. Cabe mencionar que para evitar que el citado modelo induzca volatilidad excesiva de las tasas de interés a un día en el mercado de dinero al mayoreo, se han impuesto límites a los saldos positivos y negativos de las cuentas de las instituciones de crédito que califican para el promedio mensual. Cuando una institución de crédito muestra al final del día un sobregiro mayor al límite a los saldos negativos, por el exceso al citado límite se le cobra inmediatamente dos veces la tasa de Cetes. A su vez, cuando en un día en particular el saldo de la cuenta corriente de algún banco es positivo por un monto superior al límite a los saldos positivos, el excedente sobre ese límite no se considera para el cálculo del saldo acumulado en el período considerado, es decir, no sirve para compensar sobregiros de otros días.

3. Esto quiere decir en ausencia de distorsiones en el mercado de dinero, las cuales no aparecen con frecuencia.

Para detectar tal situación, y actuar en consecuencia, el Banco de México compararía cotidianamente la trayectoria observada de la base con la que en principio es coherente con el objetivo de inflación para el año. Esta última trayectoria es muy difícil de precisar de tal forma que tenga validez para todo el año, debido a los siguientes factores: a) la relación entre inflación y base puede cambiar con el tiempo; b) los supuestos básicos para pronosticar la demanda de base para el año (referentes al crecimiento del PIB y la evolución de las tasas de interés) pueden no materializarse, y c) la relación entre la demanda de base y las variables que explican su evolución también se puede modificar con el tiempo. Por eso el Banco de México debe evaluar las divergencias entre las trayectorias observada y estimada de base en conjunto con otros indicadores que le pueden dar información sobre la evolución futura de la inflación, como son el tipo de cambio, las mediciones disponibles de las expectativas de inflación, los salarios contractuales y el grado de sobrecalentamiento de la economía (relación entre PIB potencial y PIB observado).

Con las reservas al respecto, la Junta de Gobierno ha decidido nuevamente publicar la trayectoria diaria de la base monetaria que a partir de la información disponible en enero de 1998 es congruente con el objetivo de inflación para el año, siempre que se materialicen los supuestos que más adelante se mencionan. La trayectoria refleja la marcada estacionalidad de la demanda de billetes y monedas en circulación en México.

De acuerdo con el programa económico para 1998 se prevé un descenso de la inflación en el año y tasas de interés a la baja. Se estima que estos factores estimulen la demanda de base monetaria, ya que disminuyen el costo de oportunidad de mantener billetes y monedas. Ello traerá consigo un aumento de la demanda de base mayor que el que podría derivarse sólo del aumento de los precios y del PIB real. En otras palabras, para 1998 se anticipa nuevamente una remonetización. De hecho, se espera que este fenómeno prevalezca por algunos años más debido a que la relación billetes y monedas en circulación a PIB nominal aún se encuentra muy por debajo de sus niveles históricos.

En específico, el Banco de México estima que durante 1998 la base monetaria aumentará 22.5% respecto de su monto al cierre de 1997. El crecimiento esperado de la base es superior al resultado de combinar las proyecciones para 1998 del crecimiento real del PIB (5%) y de la inflación (12%), en virtud de una remonetización del orden de 4.2% del monto de la base al cierre de 1997 (108 891 millones de pesos). Es pertinente señalar que la remonetización en 1997 fue de 4.3%, por lo que la remonetización esperada para 1998 es casi de la misma magnitud, a pesar de que se espera un menor abatimiento de la inflación. Es pertinente recordar que la remonetización responde con rezagos al comportamiento de las tasas de interés y de las expectativas inflacionarias, por lo que el favorable desempeño de estas variables al cierre de 1997 se reflejará en parte en la remonetización de 1998. En todo caso es pertinente señalar que, dado que el Banco de México generalmente satisface la demanda de base monetaria que se manifiesta, si ésta no se incrementa para producir una remonetización como la señalada, este instituto central no aumentaría la oferta de dinero por el faltante.

El flujo anual de base se estima en 24 600 millones de pesos que a su vez da lugar a un saldo de 133 400 millones de pesos al cierre de 1998. El intervalo de confianza para la cifra del saldo de la base monetaria al cierre de 1998, tomando una desviación estándar de los residuales del modelo estimado, es de 136 800 millones a 130 000 millones de pesos.

Debido a la dificultad de estimar una trayectoria de la base monetaria para 1998 coherente con el objetivo de inflación de 12% y que tenga validez para todo el año, la trayectoria anunciada no constituye un objetivo formal de política. Su utilidad más que nada radica en que llamaría la atención en caso de que se presentaran desviaciones importantes entre las trayectorias observada y anunciada de la base.

El Banco de México evaluaría dichas desviaciones y sólo en caso de que respondieran a circunstancias que impliquen presiones inflacionarias adicionales cabría esperar que adoptase una postura restrictiva. En este sentido, la trayectoria anunciada de base constituye un accesorio del primer elemento fundamental del programa monetario.

El Banco de México puede ajustar la oferta de dinero primario a la demanda de éste por medio de variaciones ya sea de su crédito interno o de sus activos internacionales netos. El banco central tiene relativamente mayor control sobre su crédito interno. Por lo mismo, el uso indebido de éste, desde un punto de vista potencial, es la manera más fácil de crear un exceso de base monetaria. En respuesta a estas consideraciones, y con el propósito de dar mayores seguridades de que no se generarán presiones inflacionarias, el Banco de México ha decidido reincorporar en su programa monetario los límites trimestrales a la variación del crédito interno. Éstos representan un complemento adicional al primer elemento fundamental del programa monetario.

Puesto que el crédito interno se define como la diferencia entre la base monetaria y los activos internacionales netos, los límites trimestrales a las variaciones de aquél son resultantes de la evolución de estas dos últimas variables. La variación esperada de la base monetaria, como se señaló, depende de las trayectorias anticipadas del PIB, las tasas de interés y la inflación. Por otra parte, el compromiso de aumento mínimo de los activos internacionales netos (1 000 millones de dólares) se determina con fundamento en el pronóstico de las transacciones cambiarias que, se estima, el Banco de México realizará con el gobierno federal y Pemex, y de las adquisiciones de moneda extranjera que probablemente se harán en virtud del ejercicio de opciones de venta de dólares de las instituciones de crédito al banco central. De resultar la demanda de base mayor que la considerada en la determinación de los límites a las variaciones del crédito interno, el excedente sólo podrá acomodarse mediante una acumulación de activos internacionales netos mayor que el mínimo establecido.

Es importante subrayar que el límite al crecimiento del crédito del instituto emisor no representa una meta sino un valor máximo. El aumento de dicho crédito será menor en la medida en que la expansión monetaria proveniente de la acumulación de activos internacionales supere al mínimo previsto.

Las autoridades monetarias han estimado que la disponibilidad de un monto mayor de activos internacionales contribuirá a que México refuerce aún más su posición financiera externa, lo cual es de particular importancia en el entorno actual de gran volatilidad en los mercados financieros internacionales. Una mayor solidez en ese frente permitirá al país mantener el acceso al financiamiento externo, en condiciones favorables de costo y plazo. Por esto parte integral del programa monetario para 1998 es un compromiso de acumulación mínima de activos internacionales netos. En el cuadro se presentan los límites trimestrales a las variaciones del crédito interno neto de 1998 y el compromiso de acumulación mínima de activos internacionales netos.

LÍMITES TRIMESTRALES A LAS VARIACIONES DEL CRÉDITO INTERNO NETO EN 1998 (FLUJOS EFECTIVOS ACUMULADOS EN MILLONES)

Trimestres	Aumentos mínimos de los activos internacionales netos		Base monetaria	Límite a las variaciones del crédito interno neto ¹
	Dólares	Pesos ²		
	(1)	(2)	Pesos (3)	Pesos (3 - 2)
I	—	—	-11 900	-11 900
II	200	1 748	-8 400	-10 148
III	500	4 370	-11 000	-15 370
IV	1 000	8 740	24 600	15 860

1. Si el límite es negativo, se refiere a que el crédito interno caerá por lo menos en el monto señalado. 2. Se considera un tipo de cambio promedio para el año de 8.74 pesos por dólar.

Conviene apuntar que al ser el crédito interno la diferencia entre la base monetaria y los activos internacionales netos, aquél puede disminuir al aumentar estos activos sin que ello se traduzca en una contracción de la base. Por consiguiente, tal disminución en el crédito interno, de producirse, no implicará restricción para la economía, ya que la absorción de pesos resultante de ese descenso se compensará con la aportación de moneda proveniente de la compra de divisas del banco central.

Si bien el primer elemento fundamental del programa monetario y sus medidas complementarias evitan que el Banco de México produzca excesos de oferta de base monetaria, lamentablemente no garantizan por sí solos el deseado abatimiento de la inflación, pues a pesar de que el Banco de México limite diariamente las variaciones de oferta de dinero primario para que satisfagan los cambios en la demanda de base, podrían surgir presiones inflacionarias adicionales por otras vías. Por ejemplo, las perturbaciones del exterior podrían causar una depreciación de la moneda nacional; los aumentos salariales contractuales en promedio en la economía podrían resultar superiores al objetivo de inflación más los avances en productividad, lo cual no sólo dificultaría el abatimiento de la inflación, sino también la obtención de ganancias sostenibles en los salarios reales; el crecimiento

de la base monetaria podría estar validando una inflación superior a la deseada porque dicho agregado estuviera creciendo a una tasa excesiva, o porque la relación entre base monetaria y precios haya cambiado; la tasa de crecimiento económico podría acelerarse de manera inesperada, de tal forma que el PIB crecería temporalmente a tasas superiores a su potencial, lo que a la postre redundaría en una mayor inflación. Esto último se podría deber, entre otros factores, a una política fiscal expansiva.

Los eventos mencionados podrían, por sí solos, inducir aumentos de las tasas de interés, las cuales tenderían a mitigar las presiones inflacionarias indeseables. Sin embargo, también podría suceder que el ajuste automático de tasas no fuera suficiente para asegurar un comportamiento razonable de la inflación. En estos casos el Banco de México podría revisar su postura de política monetaria y modificarla de neutral a restrictiva.

El Banco de México puede restringir su postura de política monetaria y dejar en "corto" al sistema bancario, lo que equivale a que ese instituto opere con el objetivo de lograr saldos acumulados negativos. Al poner en "corto" al sistema, el banco central ejerce alguna influencia para el alza de las tasas de interés. Ésta se produce, sobre todo, por la señal que con esa acción se envía al mercado, es decir, que el banco central considera que las tasas de interés deberían elevarse.

La experiencia sugiere que las modificaciones del "corto" ejercen mayor influencia en las tasas de interés que la existencia misma de aquél. Es pertinente señalar que el banco central podría adoptar un "corto" no sólo para apoyar la lucha anti-inflacionaria, sino también para combatir desórdenes en los mercados cambiarios o de dinero (cuando el tipo de cambio se deprecie rápidamente en un lapso muy corto o que las tasas de interés sean anormalmente bajas).

El Banco de México también debe tener la facultad de relajar su postura de política monetaria. Esto podría llegar a ser conveniente cuando: a) el comportamiento de la inflación indique altas probabilidades de que, de mantenerse todo igual, la tasa de referencia de aquélla sería mucho menor que la inflación objetivo, y b) prevalezcan tasas de interés anormalmente altas que capten capitales del exterior de muy corto plazo y que a su vez ocasionen una apreciación real y nominal del tipo de cambio que no sea sostenible. En el corto plazo esa apreciación podría causar una baja más acelerada de la inflación, pero a costa de un mayor desequilibrio en la cuenta corriente financiado con recursos externos muy volátiles. Éstos se pueden revertir rápidamente y causar una gran inestabilidad en los mercados financieros, así como el desvanecimiento de las reducciones en la inflación. El Banco de México también debe tener la capacidad de relajar su postura de política monetaria para combatir ciertos comportamientos anormales en las tasas de interés por distorsiones temporales en el mercado de dinero.

El Banco de México adoptaría una postura de política monetaria más laxa mediante el uso de "largos", lo que equivaldría a que efectúe sus operaciones de mercado abierto para obtener saldos acumulados positivos en el conjunto de las cuentas corrientes que lleva a las instituciones de crédito. Mediante el uso de "largos", el banco central envía al mercado la señal de que, de acuerdo a su opinión, las tasas de interés deberían reducirse.

Lo dicho en los párrafos anteriores se puede resumir como sigue: el Banco de México requiere la facultad de ajustar discrecionalmente su postura de política monetaria, es decir, hacerla neutral, restrictiva o laxa, según las circunstancias. Esto da lugar al segundo elemento fundamental del programa monetario para 1998:

El Banco de México se reservaría el derecho de ajustar la postura de la política monetaria—hacerla restrictiva o relajada—en caso de que se presentaran circunstancias inesperadas que así lo aconsejasen. Esto significa que dicha política sería simétrica en cuanto a la dirección de los ajustes que se le pudieran hacer durante el año, según fuera el caso.

En congruencia con lo anterior, podría haber ocasiones durante el año en que el Banco de México decidiera efectuar sus operaciones de mercado abierto, lo que tendría un objetivo negativo en el saldo acumulado de las cuentas corrientes de los bancos en el instituto central, lo que significaría adoptar "cortos". Éstos señalarían al mercado que el Banco de México considera que las tasas de interés deberían ser más altas, quedando el ajuste preciso de éstas en manos del mercado. Dicha institución también podría modificar la magnitud de los "cortos", lo que indicaría una política monetaria restrictiva en distinto grado y cuya aplicación se efectuaría principalmente en las siguientes circunstancias:

1) Cuando anticipe presiones incongruentes con el objetivo de abatir la inflación. Esas presiones inesperadas podrían resultar, entre otros factores, del comportamiento del tipo de cambio, de los costos laborales unitarios, de los agregados monetarios, de excesos de demanda agregada, así como de reajustes imprevistos en los precios de bienes y servicios públicos o sujetos a control oficial. En este último caso el Banco de México ajustaría su postura monetaria sólo con el propósito de evitar, en caso necesario, repercusiones secundarias o indirectas de los mencionados ajustes en la dinámica inflacionaria. Los ajustes en la política monetaria buscarían evitar que se deterioren las expectativas descendentes de inflación.

2) Cuando se requiera para propiciar el orden en los mercados cambiario y de dinero.

Por otro lado, se podrían presentar circunstancias en las que fuera conveniente relajar la postura de la política monetaria. En estos casos, el Banco de México operaría con un objetivo de saldos acumulados positivo, lo que implicaría dejar "largo" al mercado. Los "largos" ejercerían presiones a la baja de las tasas de interés y el Banco podría aplicarlos en caso de que:

1) El comportamiento de las tasas de interés de muy corto plazo no sea congruente con la evolución del tipo de cambio, en particular en situaciones en que la moneda nacional se esté apreciando y no existan presiones inflacionarias adicionales a las previstas en el programa económico.

2) La inflación evolucione de manera tan favorable que existan probabilidades altas y bien fundadas de que el aumento de los precios vaya a resultar claramente inferior al objetivo que se haya establecido.

3) Se produzca una apreciación del tipo de cambio (real y nominal) que se estime insostenible por derivarse de entradas cuantiosas de capital a corto plazo al mercado de dinero.

4) Surjan aumentos de las tasas de interés atribuibles, meramente, a la formación de situaciones desordenadas en el mercado de dinero.

Una vez disipadas las condiciones causantes de algún ajuste de la política monetaria, el Banco de México regresaría a una postura de neutralidad.

Es pertinente hacer algunos comentarios y aclaraciones adicionales sobre el uso potencial de los "cortos" y los "largos":

1) La aplicación de la política monetaria se enfrenta a una dificultad ineludible: las acciones del banco central no tienen un efecto inmediato en la inflación. Por esto el instituto central se ve forzado a evaluar las posibles consecuencias de lo que está sucediendo hoy en la inflación futura, para que, en su caso, trate de influir en la evolución de ésta mediante acciones de política monetaria. Así pues, no debe sorprender si en el futuro el Banco de México determina algún ajuste en su postura de política monetaria en casos en que no sea obvio que se estén enfrentando presiones inflacionarias inminentes.

2) De producirse una expansión inesperada en la política fiscal que produzca un exceso de demanda agregada, y por tanto presiones inflacionarias, el Banco de México no acomodaría éstas.

3) Se pueden presentar perturbaciones externas que signifiquen una inminente depreciación del tipo de cambio real de equilibrio, lo que a su vez seguramente inducirá una depreciación nominal de la moneda. En estos casos el instituto central tendería a restringir su política monetaria sólo para mitigar los efectos inflacionarios indirectos de la depreciación nominal, facilitando así el ajuste necesario del tipo de cambio real.

4) Conviene precisar que mediante el uso del "largo", el Banco de México no proporcionará cantidades importantes de fondos al mercado. El propósito principal será transmitir información al mercado sobre la postura de la política monetaria, tal como sucede con el uso del "corto". La adopción de un "largo" se interpreta como un cierto aflojamiento de las condiciones monetarias. Esto, en principio, debería conducir a menores niveles de tasas de interés. Por consiguiente, los incrementos en el "largo" se deberían leer como condiciones monetarias más relajadas, lo que presumiblemente conduciría a menores tasas de interés. Se estima que para que el "largo" cumpla con su función será suficiente crear excesos de liquidez insignificantes.

La generación de una excesiva liquidez, paradójicamente, podría tener el efecto opuesto, pues serían susceptibles de interpretarse como una política expansiva en exceso. En tal caso, las expectativas inflacionarias se deteriorarían y las tasas de interés tenderían a elevarse.

5) Los ingresos de capital de corto plazo son motivo de preocupación para las autoridades, pues pueden inducir apreciaciones del tipo de cambio fácilmente reversibles. En el esquema adoptado en México para ejecutar la política monetaria, el uso del "largo" es la fórmula más idónea para desalentar los flujos de capital de corto plazo hacia el país. Sin embargo, su empleo sería ineficaz para evitar la apreciación del tipo de cambio real, si ésta es causada por la inversión extranjera directa y en bolsa o por el endeudamiento privado en el exterior a mediano y largo plazos, pues estos movimientos de capital obedecen a expec-

tativas de largo plazo sobre la economía mexicana. Estos ingresos de capital responden a factores que prácticamente no son afectados por el uso de instrumentos de política monetaria. Es preciso tener presente que el poder de la política monetaria para influir en el tipo de cambio real es muy limitado.

6) El crecimiento del déficit de la cuenta corriente es otro fenómeno que causa preocupación y, por tanto, la posible volatilidad en los mercados financieros, fenómeno que puede llegar a ser considerable y por consiguiente preocupante, de manera especial para el banco central. Sin embargo, hay que reflexionar en la capacidad de la política monetaria y cambiaría de hacer algo al respecto.

La ampliación del saldo deficitario de la cuenta corriente tiende a coincidir con la apreciación del tipo de cambio real, pues ambos fenómenos son, por lo general, manifestaciones de una misma causa: las entradas netas de capital del exterior. Por tanto, la capacidad de la política monetaria para afectar el saldo de la cuenta corriente depende en lo fundamental de su eficacia para modificar las entradas de capital. Del inciso 5 anterior se deriva que sólo cuando el déficit de la cuenta corriente es resultado de entradas de capital de corto plazo canalizadas al mercado de dinero es que la política monetaria puede tener algún efecto en la evolución del déficit mencionado.

La política fiscal es la que puede ser más eficaz para controlar el déficit en cuenta corriente. Un mayor ahorro del sector público reduce el gasto total en la economía. Al reducirse éste, disminuye el déficit en cuenta corriente.

De lo expuesto resalta que los componentes fundamentales de la política monetaria del Banco de México se sustentan en las señales que éste le envía al mercado. De ahí que sea indispensable que el instituto central opere de la manera más transparente posible. De aquí surge el tercer elemento fundamental del programa monetario para 1998:

El Banco de México continuará esforzándose para facilitar el seguimiento de sus acciones, comunicando eficaz y oportunamente sus objetivos, el uso de los instrumentos que tiene a la mano y los alcances de la política monetaria en general. Además, el banco central estará vigilante para alertar de manera inmediata sobre cambios súbitos en el entorno económico que pudieran afectar a nuestra economía.

CONSIDERACIONES FINALES

Al igual que en años anteriores, el propósito fundamental del programa monetario del Banco de México para 1998 es contribuir a abatir la inflación, en este caso a 12%. La perseverancia del banco central en la consecución de este fin se explica no sólo por la obligación que le impone su mandato constitucional. También refleja la asimilación de una abrumadora evidencia empírica, tanto derivada de la experiencia nacional como de la de muchos otros países, que señala que la inflación tiende a ser un importante factor recesivo.

Es importante recordar que en ningún país se ha logrado obtener un crecimiento económico sostenible mediante la expan-

sión de la oferta monetaria. La evidencia es muy clara al respecto: de ser posible estimular la actividad económica mediante una mayor oferta de dinero, y teniendo los bancos centrales la capacidad ilimitada de expandir su crédito, no habría razón lógica para que se presentaran recesiones, rezagos en el desarrollo económico y la lacerante pobreza que afecta a muchas naciones, incluyendo a la nuestra. De hecho, en países como México, con un largo historial inflacionario, la población ha aprendido que una política monetaria tolerante de la inflación entraña la posibilidad de un crecimiento más rápido de los precios, de manera que cuando se pone en práctica una política de este tipo la población de inmediato ajusta al alza sus expectativas de inflación. Éstas se manifiestan a la postre no sólo en una mayor inflación, sino también en fugas de capital, depreciaciones del tipo de cambio, mayores tasas de interés reales y nominales e, indefectiblemente, en un efecto negativo en la tasa de crecimiento del PIB.

La Junta de Gobierno subraya su convencimiento de que el objetivo último de la política monetaria es contribuir al logro del mayor crecimiento sostenible del PIB real. Pero es mediante la lucha contra el alza de los precios como el instituto emisor puede hacer su mejor contribución al crecimiento económico, a la creación de empleos y a la recuperación del salario real. La Junta también está convencida de que en el desempeño de su tarea prioritaria debe poner particular atención en lo siguiente:

Entorno en el cual se aplicará el programa monetario

La política monetaria no se aplica en el vacío. Las influencias del ambiente macroeconómico interno y las condiciones de la economía mundial, en particular las de los mercados financieros internacionales, condicionan la ejecución de la política monetaria. Como se ha destacado en esta exposición, se prevé que durante 1998 se enfrenten condiciones externas relativamente adversas, derivadas de la crisis asiática y de la baja del precio del petróleo de exportación. Ante estas circunstancias el pragmatismo en el manejo de la política monetaria se debe reflejar en:

1) Flexibilidad de la política monetaria a fin de que el instituto central pueda reaccionar a los eventos que afecten la tendencia de expectativas inflacionarias decrecientes en el mediano plazo.

2) Coordinación de la política monetaria con otros elementos de la política económica, en particular con la fiscal, lo que refleja el reconocimiento de que la política monetaria por sí sola no puede conseguir el objetivo de abatimiento de la inflación. Éste debe ser un objetivo común de la política económica, por lo que se requiere la colaboración de todos los elementos de ésta, en particular en un entorno de gran volatilidad en los mercados financieros internacionales.

3) Vigilancia del entorno macroeconómico. Sobra señalar que en un ambiente continuamente cambiante el instituto central debe mantener una actitud vigilante para detectar perturbaciones desestabilizadoras y actuar en consecuencia en lo individual y en coordinación con otras entidades públicas, en caso necesario.

Reacción a perturbaciones de precios relativos

Las grandes depreciaciones de las monedas de los países asiáticos en crisis, la caída del precio del petróleo y las posibles variaciones inesperadas en los precios de bienes y servicios que tengan un peso importante en el INPC, pueden dictar la necesidad de ajustar los precios relativos en el país, situación que en primera instancia tendría un efecto inmediato al alza sobre el nivel general de precios. El Banco de México podría intentar contrarrestarlo en el muy corto plazo pero no sería práctico hacerlo. Esto debido a que la restricción monetaria necesaria tendría que ser de tal magnitud que causaría trastornos innecesarios a la economía real en el corto plazo. Lo que sí haría el instituto emisor sería procurar que las variaciones directas en el INPC se queden como efectos de una vez por todas en el índice, y no afecten el comportamiento de lo que se podría llamar la inflación subyacente. Esto con el objeto de no afectar las expectativas inflacionarias decrecientes de mediano plazo.

Abatimiento sostenible de la inflación

El Banco de México actuará fundamentalmente persiguiendo reducciones sostenibles de la inflación. Es relativamente fácil lograr una caída rápida y cuantiosa, pero sólo en condiciones muy especiales, ausentes en la situación actual de México, se puede alcanzar lo anterior sin crear grandes desequilibrios en otros ámbitos de la economía, que a la postre hagan insostenibles los avances en la lucha contra la inflación. De ahí que la Junta de Gobierno esté convencida de que el camino que deberá seguirse es el que permita disminuir la inflación de manera sostenida. En relación con lo anterior, al aplicar el programa monetario se vigilará el desempeño de variables tales como las entradas de capitales, el tipo de cambio real y el déficit de la cuenta corriente, conceptos que en ciertas circunstancias podrían inducir inestabilidad en los mercados financieros nacionales y revertir las ganancias inflacionarias que se hayan obtenido en el pasado. En todo caso no hay que olvidar que los regímenes de flotación cambiaria y de tasas de interés vigentes en México ofrecen protección en contra de grandes desequilibrios en esas variables.

Durante 1998 el Banco de México, en el ámbito de su competencia, desplegará acciones orientadas a fortalecer el sistema financiero, en concordancia con el artículo segundo de la ley que gobierna a la institución. Nuestra experiencia en 1994 y la reciente en los países asiáticos en crisis demuestran que un requisito fundamental para lograr un desarrollo económico ininterrumpido es un sistema financiero fuerte. De ahí que sea conveniente que todo país, en cualquier momento, insista en reforzar su sistema financiero. A este respecto, en México sería importante redoblar los esfuerzos para eficientar la supervisión de instituciones financieras, adecuar el marco regulatorio para que éste se apege cada vez más a los estándares más estrictos en el mundo y facilitar los mecanismos de capitalización de la banca. También se insistirá ante las autoridades sobre la conveniencia de mejorar el funcionamiento del sistema judicial en el país. 