

INFORME SOBRE LA POLITICA MONETARIA

***EN EL LAPSO
1°. DE ENERO DE 1996 - 30 DE JUNIO DE 1996***



BANCO^{DE}MEXICO

SEPTIEMBRE DE 1996

GOBERNADOR

MIGUEL MANCERA AGUAYO

SUBGOBERNADORES

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

En cumplimiento de lo dispuesto en el Artículo 51, fracción II, de la Ley del Banco de México, la Junta de Gobierno de esta Institución envía al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión el presente informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 1996.

INDICE

	Pág.
Introducción.....	5
I SITUACION ECONOMICA DURANTE 1996	10
I.1. Actividad Económica y Empleo.....	10
I.2. Sector Externo.....	28
I.3. Deuda Externa.....	41
I.4. Inflación.....	46
I.4.1. Precios al Consumidor.....	46
I.4.2. Abastecimiento de los bienes básicos.....	53
I.4.3. Precios Productor.....	54
I.5. Finanzas Públicas.....	57

II	POLITICA MONETARIA, CAMBIARIA Y MERCADOS FINANCIEROS	58
II.1	. Política Monetaria y Cambiaria.....	58
II.2	. Evaluación del Programa Monetario	76
II.3	. Evolución de los Agregados Monetarios	81
II.4	. Programas de Saneamiento Bancario y Apoyo a Deudores.....	95
III	CONSIDERACIONES FINALES	108

INTRODUCCION

Durante los meses transcurridos de 1996, la evolución de los principales agregados macroeconómicos ha mostrado que la estrategia aplicada para enfrentar la más severa crisis económica sufrida por México desde la Gran Depresión, ha sido la apropiada. Después de que en 1995 el PIB real se redujo 6.2 por ciento¹, la actividad económica ha iniciado una recuperación. Paralelamente, la inflación ha venido disminuyendo de manera rápida, lo que, sumado al aumento de la confianza en que esto siga sucediendo, ha propiciado una caída importante de las tasas de interés y una mayor estabilidad cambiaria. Al respecto, cabe recordar que la tasa de Cetes a 28 días ha disminuido 22.4 puntos porcentuales del cierre de 1995 a finales de agosto y que la variación máxima del tipo de cambio ha sido de 4.8 por ciento en ese mismo lapso. La mejoría de la confianza, las menores tasas de interés y la menor volatilidad cambiaria se han traducido en un marco más propicio para la inversión y la producción. Por lo que respecta al sistema bancario, a pesar de que continúa enfrentando una situación difícil, las medidas que se han aplicado para enfrentar sus problemas los han contenido y es previsible que en el futuro inmediato serán más notorios los avances en este frente.

El progreso alcanzado en materia macroeconómica y una perspectiva más favorable para la economía mexicana, han hecho posible mejorar las condiciones en las cuales México obtiene recursos en los mercados internacionales de capital. A poco más de un año y medio del inicio de la crisis, el Gobierno Mexicano ha captado, en buenos términos, recursos para pagar por anticipado montos importantes de los créditos de emergencia que se recibieron en su momento del gobierno de los Estados Unidos y del Fondo Monetario Internacional.

Como es sabido, los principales objetivos del programa económico para 1996 son los siguientes: el fortalecimiento de la

¹ Según estimaciones revisadas por INEGI.

recuperación económica y del empleo, la disminución de la inflación y la estabilización de los mercados financieros. En los tres frentes se han hecho avances, como se muestra a continuación:

1) La recuperación económica, iniciada en el tercer trimestre de 1995, ha venido ganando fortaleza a lo largo del presente año. En el segundo trimestre de 1996 el PIB real mostró un crecimiento de 7.2 por ciento con respecto al mismo trimestre del año anterior. De hecho, ajustadas dichas estadísticas por estacionalidad, el PIB ya mantuvo durante cuatro trimestres consecutivos un crecimiento positivo respecto del trimestre inmediato anterior respectivo. La recuperación económica se originó, en primer término, por la expansión de las exportaciones, pero, en 1996, ya es posible observar la contribución de un aumento de la demanda interna. Para el resto del año las perspectivas de expansión de la actividad económica son favorables. Por todo ello, el crecimiento del PIB en 1996 excederá ampliamente el mínimo de 3 por ciento proyectado a finales del año pasado.

2) La recuperación de la actividad económica ha tenido un impacto favorable en el mercado laboral. La disminución del empleo comenzó a revertirse desde octubre de 1995, por lo que la tasa de desempleo se redujo de un nivel máximo de 7.6 por ciento en agosto de 1995 a 5.3 por ciento en agosto de 1996. En igual sentido, la ocupación en el sector manufacturero ya alcanzó niveles superiores a los prevalecientes antes de la crisis.

3) La inflación ha mantenido una clara tendencia a la baja. Si bien el crecimiento de los precios al consumidor todavía fue relativamente alto durante los primeros cuatro meses del presente año, la tendencia se ha modificado sensiblemente en los meses posteriores.

4) Los logros obtenidos en lo tocante a los mercados financiero y cambiario han sido substanciales, como lo comprueba el comportamiento que han observado, entre otros indicadores, las tasas de interés, el índice de cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores y el tipo de cambio. También es significativo que el plazo promedio de la deuda

interna haya aumentado en la segunda mitad de 1995 y lo siga haciendo durante 1996. Por su parte, el saldo de Tesobonos vigentes que había a finales del año pasado quedó totalmente amortizado a principios de 1996.

Todos esos resultados no hubieran sido posibles sin la puesta en práctica de políticas fiscal y monetaria congruentes, y, en general, en ausencia de un programa económico sólido y una aplicación decidida del mismo.

En cuanto a las finanzas públicas, es pertinente resaltar el hecho de que en el primer semestre del año se han logrado superávits económicos y primario mayores a los esperados.

El objetivo primordial de la política monetaria ha sido el combate a la inflación. Con este propósito, el Banco de México definió la oferta de dinero primario como su objetivo intermedio para la ejecución de la política monetaria. El monto de esta oferta se determinó en función de la demanda de base monetaria que se estima se producirá en el año, dados los supuestos del programa económico. La evolución de la base monetaria durante el transcurso de 1996 se ha comportado de acuerdo con la trayectoria esperada. Es de recordar que la oferta de base quedó sujeta a un límite trimestral del crédito interno, el cual se ha venido observando.

Como se mencionó líneas atrás, la renovada confianza en el programa económico, así como en las perspectivas de la economía, han permitido que, no obstante fluctuaciones temporales, las tasas de interés hayan disminuido marcadamente respecto de los niveles que alcanzaron a finales del año pasado. Esta tendencia a la baja ha sido determinada por las fuerzas del mercado.

El régimen cambiario vigente es el de flotación del tipo de cambio. El Banco de México se ha abstenido de intervenir en el mercado de divisas, salvo por las operaciones derivadas del recién

adoptado mecanismo de compra de moneda extranjera que el instituto central efectúa conforme se ejercen las opciones de venta de dólares al Banco de México que se subastan mensualmente entre los bancos comerciales. En general, la evolución del mercado cambiario en 1996 ha determinado una apreciación nominal del peso con respecto a los niveles de marcada depreciación alcanzados a finales del año pasado, los cuales eran reflejo de la influencia de presiones especulativas.

La eliminación del sobreendeudamiento de las familias y de las empresas ha sido una de las preocupaciones centrales de la política económica. Este sobreendeudamiento, por su impacto sobre los bancos y otros otorgantes de crédito, constituye una restricción para que se afirme una recuperación más sana y vigorosa de la demanda agregada. A fin de enfrentar esta problemática, las autoridades han instrumentado una estrategia que persigue, por un lado, fortalecer la situación financiera tanto de los bancos como de los deudores y, por otro, mejorar los mecanismos de supervisión bancaria para reducir riesgos en el futuro. Es claro que se han logrado avances significativos en este frente, entre los que destaca, en primer lugar, que las medidas adoptadas han permitido conjurar la posibilidad de una corrida masiva de depositantes. Asimismo, los términos bajo los cuales las instituciones de crédito están obteniendo financiamiento en los mercados internacionales han ido mejorando sin interrupción desde mediados del año pasado.

Este documento tiene el propósito de presentar un informe sobre la política monetaria durante el primer semestre de 1996, aunque se hacen algunas referencias a eventos ocurridos en meses posteriores. Esa política ha estado orientada al cumplimiento del objetivo primario del Banco: procurar la estabilidad del nivel general de los precios.

Toda vez que la adopción de una política monetaria adecuada es un elemento necesario, aunque no suficiente, para lograr la estabilidad de precios, resulta importante analizar el entorno en que se ha desarrollado dicha política. A ello se dedica la primera sección del documento, en el cual se hace un breve repaso de la situación económica del país en el transcurso del presente año. La segunda trata de la política monetaria.

I. SITUACION ECONOMICA DURANTE 1996

I.1. Actividad Económica y Empleo

En 1996 la actividad económica entró a una fase de franca recuperación, después de la marcada contracción que sufrió el año precedente. El valor del Producto Interno Bruto (PIB), medido a precios constantes de 1993, aumentó 3 por ciento en el primer semestre del presente año en relación con su nivel del mismo lapso de 1995. En cuanto a sus variaciones trimestrales anuales, durante el primer trimestre del año el PIB registró una caída de 1 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior, mientras que en el segundo su crecimiento fue de 7.2 por ciento. Esta última cifra representa la primera variación del PIB que resulta positiva desde el cuarto trimestre de 1994, con respecto a su nivel del mismo trimestre del año anterior (ver cuadro 1).

CUADRO 1
PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL^P
 Variaciones porcentuales

		Con respecto al mismo trimestre del año anterior		Con respecto al trimestre anterior	
		Original	Desestacionalizada*	Original	Desestacionalizada*
1994	III	4.61	4.65	-4.81	-0.10
	IV	5.22	4.85	8.27	0.43
1995	I	-0.97	-1.03	-7.78	-4.08
	II	-9.77	-9.62	-5.06	-6.08
	III	-8.12	-7.90	-3.07	1.80
	IV	-5.84	-6.13	10.95	2.35
1996	I	-0.99	-1.03	-3.03	1.13
	II	7.21	7.34	2.81	1.86

^P Preliminar.

* Proceso de desestacionalización llevado a cabo por Banco de México.

No obstante, un análisis de las variaciones porcentuales del PIB desestacionalizadas trimestre con trimestre indica que la recuperación económica se inició en el tercer trimestre de 1995. Esto se desprende de los datos de la última columna del cuadro 1, donde es perceptible que desde entonces el PIB trimestral ha registrado variaciones porcentuales positivas, una vez desestacionalizada la serie.

En el primer semestre de 1996, el consumo total aumentó 1.9 por ciento con respecto a su nivel del mismo lapso del año previo. Dicho incremento se dio tanto en el consumo privado como en el público (ver cuadro 2). En ese mismo periodo la formación bruta de capital creció 5.9 por ciento en comparación con su nivel del primer semestre de 1995, lo que reflejó principalmente una elevación de la inversión pública de 41.3 por ciento, en tanto que la inversión privada mantuvo un nivel similar al de la primera mitad del año anterior. Cabe señalar que la inversión realizada por el sector privado en el segundo trimestre observó una fuerte recuperación (13.9 por ciento), después de la caída sufrida en el primer trimestre (-10.9 por ciento). Por su parte, las exportaciones de bienes y servicios, medidas a precios constantes de 1993 y de acuerdo con la metodología de cuentas nacionales, crecieron 14 por ciento en la primera mitad de 1996 con respecto al mismo lapso del año anterior. Por su lado, las importaciones de bienes y servicios (medidas de acuerdo con la misma metodología) lo hicieron en 20.5 por ciento.

CUADRO 2
OFERTA Y DEMANDA AGREGADAS
 Variación anual con respecto al mismo periodo del año anterior

	Variación anual (%)			
	Promedio 1995	I Trim. 96	II Trim. 96	Primer Semestre 1996
Oferta Agregada	-7.3	1.4	10.5	5.9
PIB	-6.2	-1.0	7.2	3.0
Importaciones	-12.1	13.9	27.0	20.5
Demanda Agregada	-7.3	1.4	10.5	5.9
Consumo Total	-6.8	1.2	2.6	1.9
Privado	-6.9	1.3	2.9	2.1
Público	-6.4	1.0	0.8	0.9
Inversión Total	-29.1	-4.1	17.6	5.9
Privada	-32.0	-10.9	13.9	0.1
Pública	-17.0	50.2	34.8	41.3
Exportaciones	36.4	13.4	14.5	14.0

Como se desprende de lo anterior, a lo largo de 1996 se ha ido fortaleciendo el gasto de la economía. Durante la primera mitad del año, la denominada “absorción” o gasto interno -suma del consumo e inversión internos, tanto público como privado- creció 2.5 por ciento en términos reales con respecto al dato del mismo periodo del año anterior. Por su parte, las exportaciones de bienes y servicios mantuvieron el dinamismo que habían desplegado en 1995. De ahí que la demanda agregada medida a precios constantes haya aumentado 5.9 por ciento con respecto a la cifra del primer semestre de 1995, después de una severa disminución en este último año. Lo anterior muestra que la recuperación económica se ha caracterizado por la reactivación del mercado interno. Cabe recordar que el crecimiento de las exportaciones en 1995, a pesar de haber sido muy elevado, no resultó suficiente para contrarrestar el efecto depresivo que sobre la actividad económica provocó la debilidad del gasto interno. En contraste, durante 1996 la recuperación del producto ha provenido tanto de la demanda interna como de las ventas en el exterior.

La reactivación de la demanda interna se hizo evidente durante el primer semestre del año en curso. Dicho agregado mostró una variación anual positiva (con respecto al mismo semestre del año anterior) durante

ese período, haciendo una contribución al crecimiento de la actividad económica (ver cuadro 3).

CUADRO 3
**CONTRIBUCION DE LOS COMPONENTES DE LA DEMANDA
 AGREGADA AL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL***
 Contribuciones porcentuales por semestre

	Demanda Interna** (1)	Demanda Externa= Exportaciones Netas*** (2)	Crecimiento del PIB Real (3)=(1)+(2)
1994 I Sem.	3.47	0.53	4.00
1994 II Sem.	4.44	0.48	4.92
1995 I Sem.	-9.01	3.55	-5.46
1995 II Sem.	-10.31	3.37	-6.94
1996 I Sem.	1.84	1.16	3.00

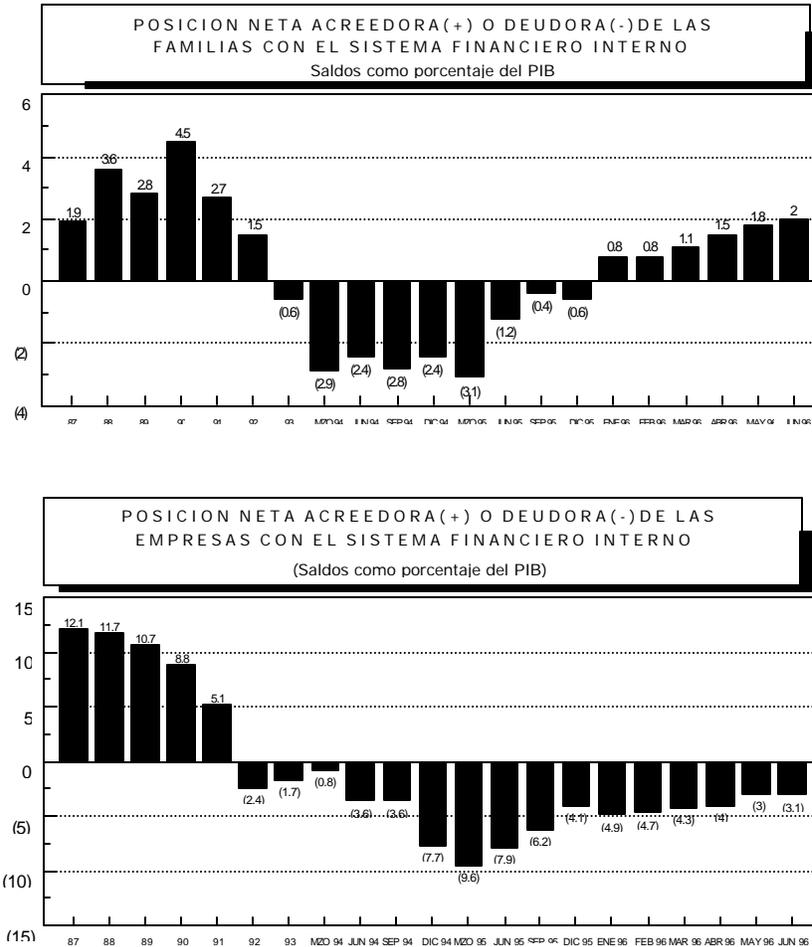
* Utilizando la nueva metodología de cuentas nacionales y precios de 1993.

** Demanda interna neta de importaciones totales.

*** Exportaciones netas de su contenido importado.

Los factores que explican la elevación del consumo y la inversión internos, son los siguientes: a) La reversión paulatina, a la luz de perspectivas más alentadoras, del ahorro precautorio de las empresas y las personas físicas que se dio en 1995 como resultado de la incertidumbre prevaleciente; b) la reducción del endeudamiento de las familias y las empresas con el sistema financiero interno (ver gráfica 1); c) cierto crecimiento económico y del empleo que ha redundado en un mayor ingreso disponible; y por último d) un nivel más bajo de las tasas de interés reales y nominales.

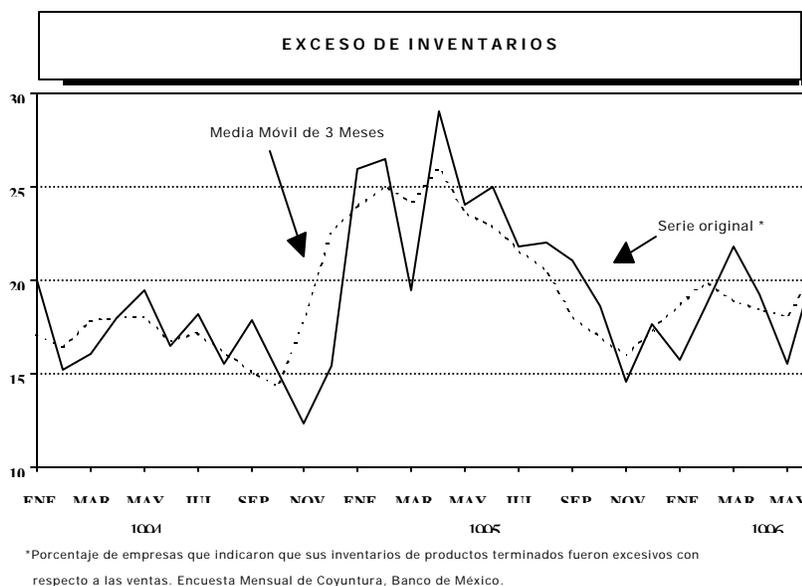
GRAFICA 1



Otro factor que muestra la solidez de la recuperación económica es que el ajuste de inventarios ha avanzado considerablemente. Como puede advertirse en la gráfica 2, para mediados de 1996 el porcentaje de

empresas² que consideraban como excesivos sus inventarios de productos terminados se encontraba en niveles similares a los de 1994.

GRAFICA 2



Durante la primera mitad de 1996, el financiamiento para la formación bruta de capital, medido como proporción del PIB a precios corrientes, resultó de 15.5 por ciento. Dicho flujo financiero provino en su totalidad del ahorro interno, el cual fue equivalente a 15.8 por ciento del PIB. En contraste, la amortización de capitales al exterior ascendió a 0.3 por ciento del PIB (ver cuadro 4).

CUADRO 4
AHORRO E INVERSION
Proporciones del PIB a precios corrientes

Concepto	1993	1994	1995	1995		1996
				I Sem.	II Sem.	I Sem.
Formación Bruta de Capital Fijo	18.56	19.31	15.99	16.14	15.87	15.78
Variación de Existencias	2.44	2.60	-1.95	0.95	-4.43	-0.28
Financ. de la Form Bruta de Capital*	21.00	21.91	14.05	17.09	11.44	15.50
Ahorro Externo**	5.82	7.07	0.22	0.53	-0.04	-0.34

² De acuerdo con la Encuesta Mensual de Coyuntura de Banco de México.

Ahorro Interno Bruto	15.17	14.84	13.83	16.56	11.48	15.84
----------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

* Incluye la variación de existencias.

** El ahorro del exterior es el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, medido en pesos corrientes.

La recuperación de la actividad económica se ha sustentado en una mayor producción de la mayoría de los sectores. En el cuadro 5 se aprecia que el producto interno bruto de los sectores primario, industrial y de servicios mostraron variaciones positivas en el primer semestre de 1996 con respecto al mismo periodo del año anterior.

CUADRO 5
PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL

Variaciones porcentuales con respecto al mismo periodo del año anterior

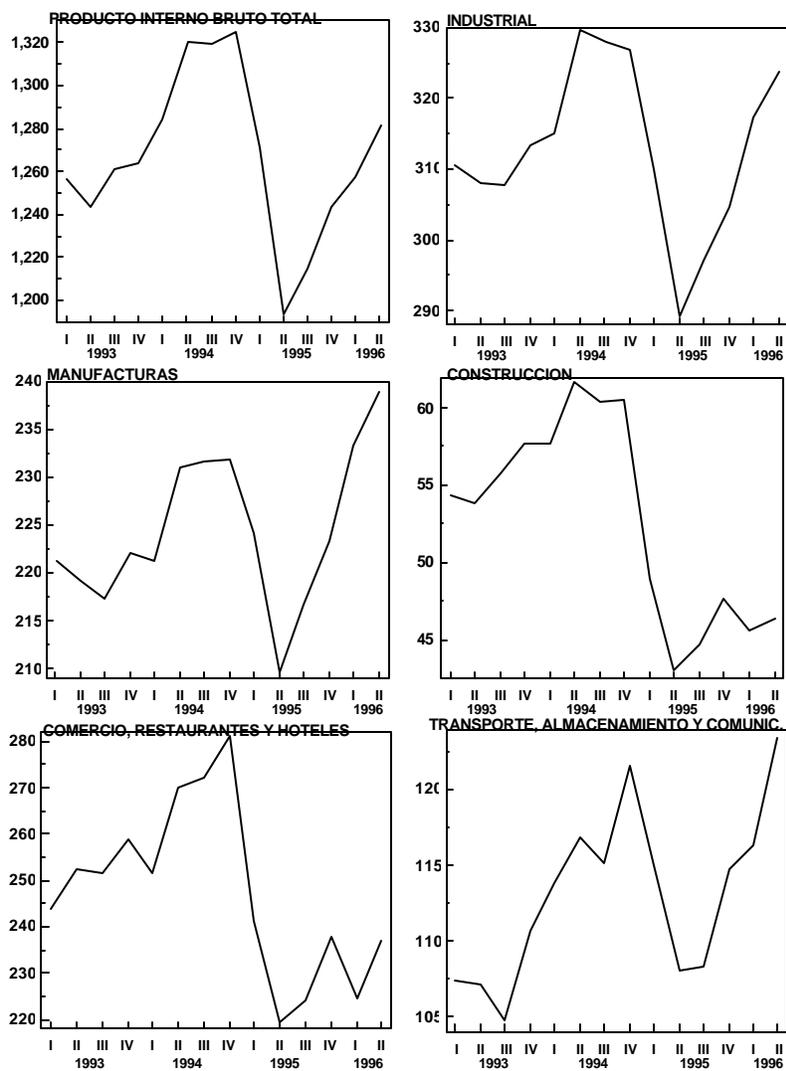
	1994		1995				1996			
	Anual	I	II	III	IV	I Sem	Anual	I	II	I Sem.
PIB TOTAL	4.4	-1.0	-9.8	-8.1	-5.8	-5.5	-6.2	-1.0	7.2	3.0
AGROPECUARIO, SILVICOLA										
Y PESQUERO	0.8	0.5	-12.3	10.6	-4.9	-6.3	-2.5	0.8	4.0	2.4
INDUSTRIAL	4.8	-1.5	-12.3	-9.5	-6.7	-7.0	-7.6	2.4	11.9	7.1
Minería	2.5	-1.9	-3.3	-2.9	-5.6	-2.6	-3.4	6.2	7.2	6.7
Manufacturas	4.1	1.6	-9.3	-6.6	-3.6	-4.0	-4.6	4.2	13.9	8.9
Construcción	8.5	-15.1	-30.3	-26.0	-21.4	-22.9	-23.3	-6.8	7.8	0.0
Electricidad, Gas y Agua	4.7	5.5	1.9	0.7	0.7	3.7	2.1	2.9	4.1	3.5
SERVICIOS	4.9	-0.6	-8.5	-9.2	-6.1	-4.6	-6.1	-3.2	5.4	1.0
Comercio, Restaurante y Hoteles	6.7	-4.2	-18.6	-17.7	-15.4	-11.6	-14.1	-7.0	7.9	0.1
Transporte, Almacenamiento y										
Comunicaciones	8.7	1.0	-7.5	-5.8	-5.7	-3.3	-4.5	1.1	14.3	7.5
Financieros, Seguros e Inmuebles	5.4	4.5	-0.2	-2.4	-3.3	2.1	-0.4	-3.1	2.1	-0.6
Comunales, Sociales y Personales	1.2	-1.6	-4.8	-6.6	0.9	-3.2	-2.9	-1.8	2.0	0.1

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

GRAFICA 3

INDICADORES DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA

Series desestacionalizadas. Miles de millones de pesos a precios de 1993



El producto interno bruto del sector industrial creció 7.1 por ciento en el primer semestre de 1996 en relación con el nivel del mismo periodo del año anterior. Con ello, ese sector se convirtió en el que más contribuyó a la expansión del PIB durante ese lapso. Tres de las cuatro divisiones que conforman dicho sector mostraron aumentos, siendo los más elevados los de la industria manufacturera y la minería, con crecimientos de 8.9 y 6.7 por ciento, respectivamente. La división de electricidad, gas y agua creció 3.5 por ciento, mientras que la construcción mantuvo el nivel alcanzado en el mismo periodo del año anterior. No obstante, cabe destacar que la construcción ha mostrado por fin recuperación, al pasar su volumen de una contracción de 6.8 por ciento en el primer trimestre a un crecimiento de 7.8 por ciento en el segundo, ambos medidos en relación con los trimestres correspondientes del año pasado.

El sector minero continuó avanzando gracias al dinamismo que en los últimos años ha registrado el gasto de inversión en las áreas de explotación, desarrollo de nuevos proyectos y ampliación de capacidad. Durante el primer semestre de 1996, en la producción minera no petrolera destacaron los crecimientos de las ramas de extracción y beneficio de carbón mineral, así como la extracción y beneficio de mineral de hierro y de otros minerales no metálicos. La rama de extracción de petróleo y gas mostró un incremento significativo de volumen de producción, equivalente al 7.8 por ciento.

La producción de la industria manufacturera creció notablemente en la primera mitad del año: 8.9 por ciento en relación con el mismo lapso de 1995. Ocho de sus nueve divisiones registraron aumentos, sobresaliendo los de textiles y prendas de vestir (16.9 por ciento), metálica básica (17.3 por ciento), maquinaria y equipo (18.2 por ciento), industria de la madera (6.5 por ciento), química, caucho y plástico (6.7 por ciento), y otras manufacturas (6.2 por ciento). Las divisiones con crecimiento moderado fueron las de alimentos, bebidas y tabaco (2.7 por ciento) y minerales no metálicos (3.5 por ciento). En contraste, la única división que mostró una caída fue la de papel, imprenta y editoriales (-4.8 por ciento). Es pertinente subrayar que el índice de producción manufacturera (ajustado estacionalmente) se encuentra ya, como lo constata la gráfica 3, en niveles superiores a los observados a finales de 1994.

La expansión de la producción manufacturera durante el primer semestre se benefició de ventas crecientes a los mercados externos, fenómeno que ha caracterizado a ese sector en los últimos años y que es previsible continúe cuando menos en lo que resta de 1996. De acuerdo a una encuesta levantada a mediados del presente año por el Banco de México con empresas del sector manufacturero exportador no maquilador, durante el primer semestre de 1996 mejoró el ambiente en que desarrollaron sus actividades y esperaban una nueva mejoría para la segunda mitad del año. Tres cuartas partes de las empresas manufactureras encuestadas afirmaron su pronóstico de que sus exportaciones aumentarán significativamente en 1996, con lo que en su conjunto las ventas al exterior alcanzarán una tasa de crecimiento muy satisfactoria. Las estimaciones respecto al aumento del volumen de producción, ventas totales y ventas internas también resultaron muy favorables. Por todo lo anterior, las empresas encuestadas esperan a su vez un incremento significativo del empleo en su ámbito de operación.

Durante el primer semestre de 1996, la producción del sector servicios creció 1 por ciento, destacando el aumento de la gran división de transportes, almacenaje y comunicaciones (7.5 por ciento), que se sustentó en la recuperación del transporte por ferrocarril, el automotor de carga y el marítimo y en la continuación de la expansión de los servicios telefónicos. En lo correspondiente a la gran división de comercio, restaurantes y hoteles, el nivel de actividad fue muy semejante al del mismo lapso de 1995. Su componente de servicios de hoteles mostró una importante recuperación. En cambio la de la actividad comercial resultó tan sólo leve. Los servicios financieros, alquileres e inmobiliarios, presentaron una caída de 0.6 por ciento en el primer semestre del año, atribuible a la contracción de los servicios bancarios, especialmente en sus rubros de captación y financiamiento. Por último, los servicios comunales, sociales y personales aumentaron 0.1 por ciento en ese periodo.

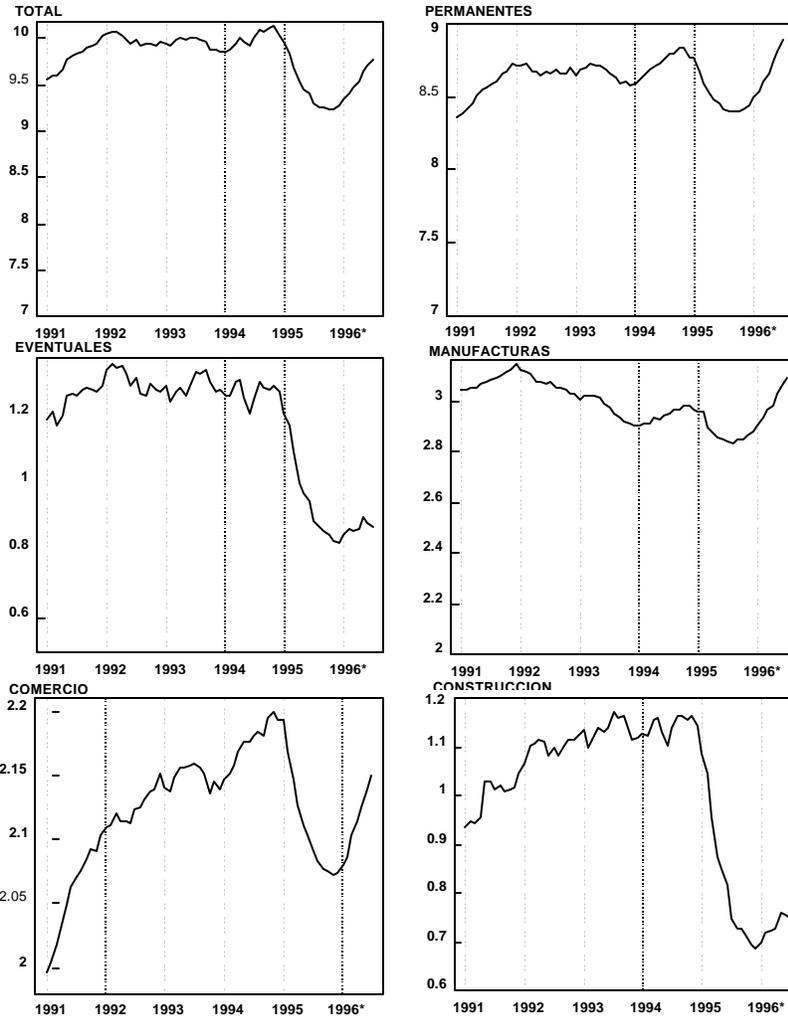
La recuperación de la actividad económica y la moderación de las demandas salariales se reflejaron en el fortalecimiento de la demanda de trabajo. En materia de ocupación la estadística de trabajadores asegurados en el IMSS es un indicador confiable de amplia cobertura. Pues bien, en el mes de julio de 1996, dicho indicador creció 4.6 por ciento en relación al dato del mismo mes del año anterior, con lo que

durante tres meses consecutivos (mayo, junio y julio) se lograron variaciones anuales positivas, después de que a lo largo de 15 meses consecutivos los incrementos habían sido negativos. El favorable comportamiento de dicho indicador en mayo, junio y julio fue reflejo en particular del aumento en el número de los trabajadores permanentes, rubro que desde marzo ya había mostrado tasas anuales positivas, mientras que la categoría de trabajadores eventuales continuó mostrando una tasa negativa (ver gráfica 4).

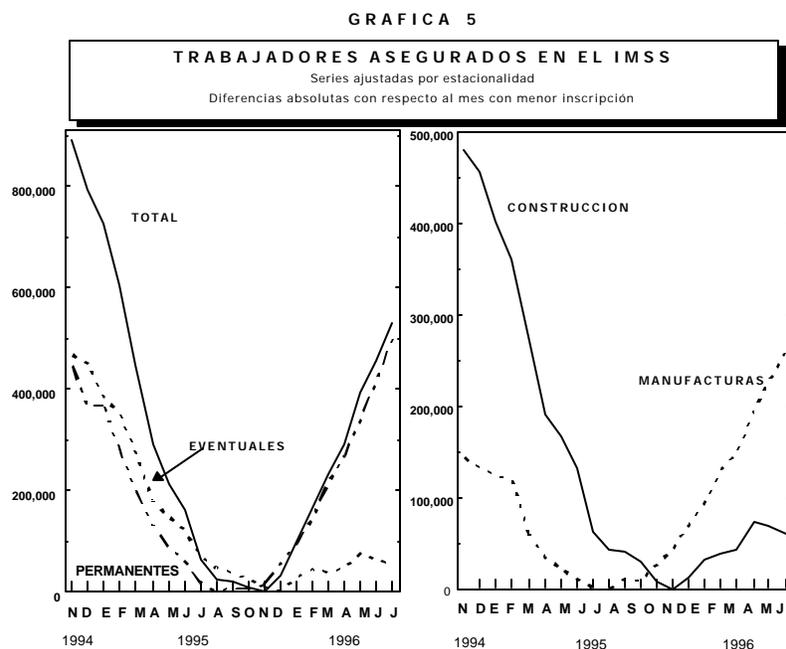
La elevación en el número de trabajadores asegurados ha sido generalizada a nivel sectorial, pero el incremento más importante ha ocurrido en el sector manufacturero, en tanto que en la industria de la construcción y el comercio ha sido menos significativa (ver gráfica 4). Cabe mencionar que el número de trabajadores permanentes comenzó a registrar variaciones mensuales positivas en sus cifras desestacionalizadas desde octubre de 1995 (medidas en relación al mes precedente), de ahí que de ese mes a julio de 1996 se haya registrado un incremento acumulado de 497 mil trabajadores (ver gráfica 5). La evolución de los asegurados permanentes no ha sido homogénea a lo largo del territorio nacional. Mientras que la contracción de 1995 fue moderada en los estados fronterizos del norte del país, su recuperación, iniciada entre los meses de agosto a octubre de ese año, ha abarcado a todas las entidades del país. Sin embargo, en algunas entidades como el Distrito Federal, la contratación de trabajadores no ha compensado la fuerte disminución que registró anteriormente el empleo, al contrario de lo que ha ocurrido en la mayoría del resto de las entidades federativas.

GRAFICA 4

TRABAJADORES AFILIADOS EN EL INSTITUTO MEXICANO DEL SEGURO SOCIAL
Series ajustadas por estacionalidad
Millones de asegurados



*/ Las cifras corresponden a julio de 1996.

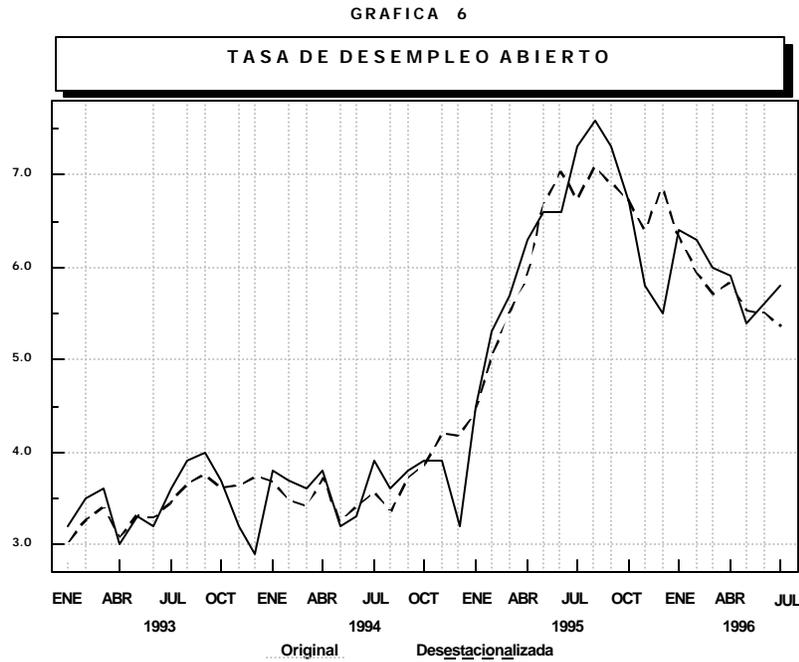


El dinámico crecimiento de la ocupación en la industria maquiladora de exportación ha continuado durante 1996. El incremento de esa variable en junio en comparación con su nivel del mismo mes del año pasado fue de 18.6 por ciento, tasa que se compara favorablemente con las respectivas de 13.0 y 11 por ciento en el primer trimestre de 1996 y cuarto trimestre de 1995.

Es pertinente destacar que al cierre de julio de 1996 el empleo en el sector manufacturero (medido por el número de trabajadores asegurados en el IMSS), fue superior en 122 mil asegurados con respecto al de diciembre de 1994, lo que significa que no sólo se recuperaron los empleos perdidos en este sector a lo largo de 1995, sino que se han creado más.

La tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas, medida a través de la Encuesta Nacional de Empleo Urbano del INEGI, alcanzó su nivel más alto en agosto de 1995, para luego comenzar a disminuir. En julio de 1996 dicha tasa cerró en 5.8 por ciento (5.6 por ciento en

junio; ver gráfica 6), mientras que, medida de manera desestacionalizada, resultó de 5.4 por ciento, nivel semejante al de mayo y junio.



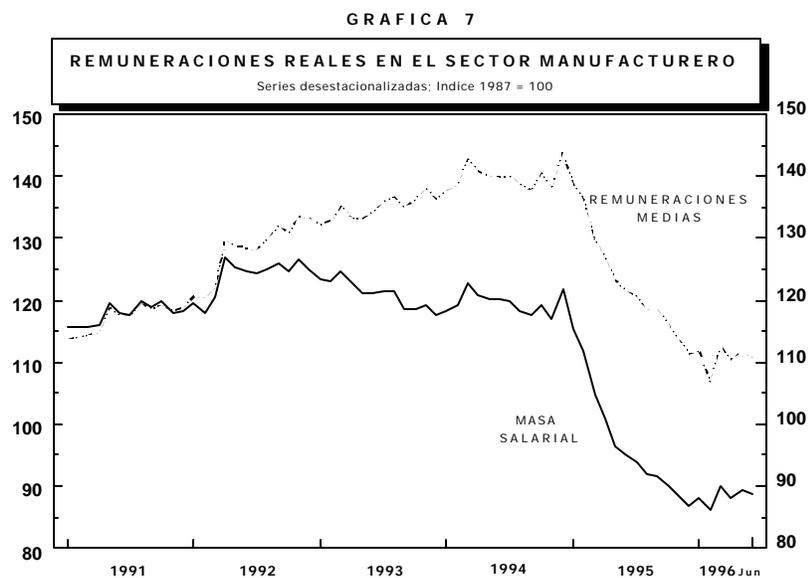
Los incrementos salariales (sin bono de productividad) pactados en las negociaciones contractuales celebradas de marzo a julio fluctuaron entre 19.2 y 22.5 por ciento, sin mostrar una clara tendencia (ver cuadro 6). Sin embargo, en promedio dichos aumentos fueron más altos que los observados en el primer trimestre del año. Un fenómeno semejante se presentó con los aumentos salariales, inclusive bono de productividad, los cuales variaron de 20.5 a 23.1 por ciento en el mismo lapso.

CUADRO 6
REVISIONES SALARIOS CONTRACTUALES EN 1995 - 96
 Porcentajes

	Incremento Salarial		
	Sin Bono	Con Bono	Con bono y prestaciones
1995			
I Trimestre	4.30	7.07	7.15
II Trimestre	11.34	12.53	12.80
III Trimestre	13.61	14.44	15.63
IV Trimestre	16.43	16.58	16.70
1996			
Enero	17.47	17.61	18.16
Febrero	18.87	19.33	19.98
Marzo	19.22	19.40	22.59
Abril	20.47	20.47	23.30
Mayo	19.37	21.78	22.03
Junio	20.13	20.46	20.46
Julio	22.50	23.14	23.45

Fuente: Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

En el periodo enero-junio de 1996, la masa salarial del sector manufacturero (suma de sueldos, salarios y prestaciones) medida en términos reales, comenzó a mostrar una leve recuperación, como se muestra en la gráfica 7. Ello, en respuesta al incremento del empleo en dicho sector. A pesar de lo anterior, las variaciones porcentuales de las remuneraciones medias reales en el sector manufacturero en relación con sus datos de los periodos respectivos del año anterior siguieron siendo negativas durante los primeros seis meses de 1996, aunque conforme ha ido avanzando el año dichas caídas han sido menores cada vez (ver cuadro 7). Por su parte, para abril del año en curso la masa salarial real en la industria maquiladora de exportación ya había observado una variación anual positiva de 7.5 por ciento, mientras que las correspondientes a mayo y junio fueron de 12.7 y 8.2 por ciento, respectivamente. En esos tres meses la remuneración real por trabajador de dicha industria todavía registró variaciones anuales negativas (de -7.0 y -3.1 y -8.7 por ciento en abril, mayo, y junio respectivamente).

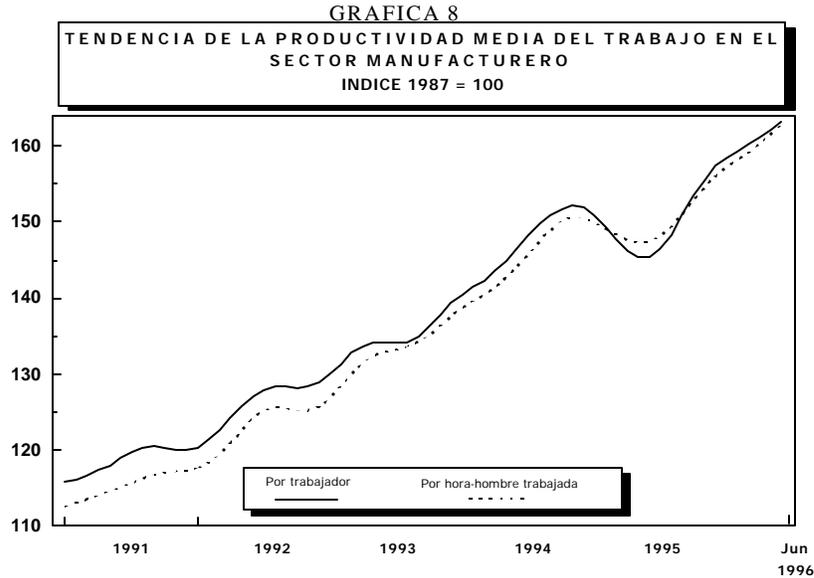


CUADRO 7
REMUNERACIONES MEDIAS REALES, PRODUCTIVIDAD MEDIA
POR TRABAJADOR Y COSTO DEL TRABAJO POR UNIDAD DE
PRODUCTO EN EL SECTOR MANUFACTURERO
Variaciones porcentuales con respecto al mismo periodo del año anterior

	Remuneraciones medias reales	Productividad media por trabajador	Costo unitario real
1990	3.2	4.3	-1.2
1991	4.8	5.6	-0.7
1992	9.8	6.4	3.0
1993	4.9	6.9	-1.8
1994	3.7	9.3	-5.0
1995	-12.5	1.6	-13.7
I Trimestre	-3.1	7.8	-9.9
II Trimestre	-11.9	-3.2	-9.0
III Trimestre	-14.3	-1.5	-13.1
IV Trimestre	-19.7	3.3	-22.3
1996			
I Trimestre	-17.2	6.5	-22.3
Abril	-12.9	10.8	-21.4
Mayo	-9.2	12.7	-19.4
Junio	-10.0	11.9	-19.6

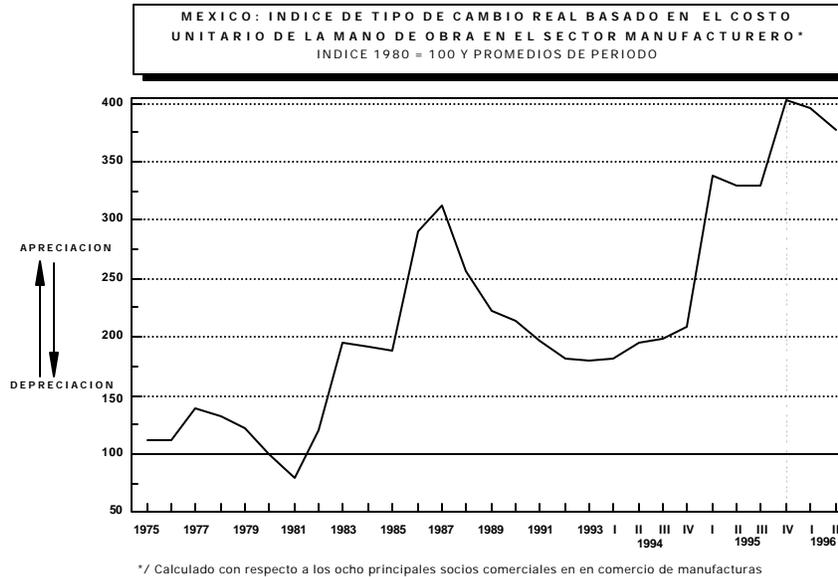
Fuente: INEGI y elaboraciones del Banco de México.

Durante el primer semestre de 1996 la productividad media del trabajo en el sector manufacturero mostró aumentos importantes (ver gráfica 8). El favorable comportamiento de la productividad, aunado al hecho de que en ese período las remuneraciones medias reales registraron disminuciones no sólo contribuyeron a la recuperación del empleo, sino además propiciaron una reducción importante de los costos laborales reales por unidad de producto, también denominados costos unitarios reales de la mano de obra (ver cuadro 7). Ello ha coadyuvado a sostener la competitividad internacional del sector aludido y, por ende, al dinamismo que han registrado las exportaciones manufactureras.

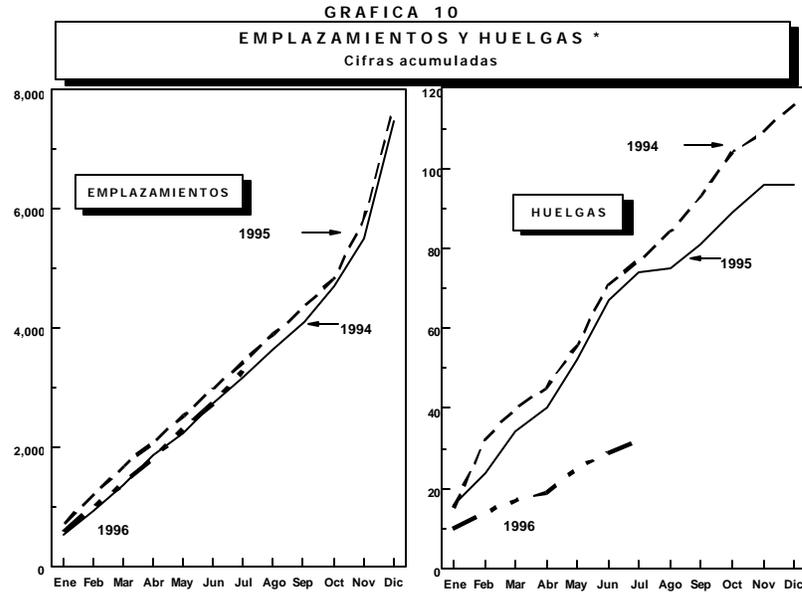


La evolución de los costos unitarios de la mano de obra se reflejó en el comportamiento del tipo de cambio real del peso mexicano. Durante el primer semestre de 1996, dicho tipo de cambio real, medido considerando los costos unitarios del trabajo en México vis-a-vis aquellos de sus principales socios comerciales en el intercambio de manufacturas, mantuvo una fuerte depreciación en términos reales con respecto a los niveles que había observado en 1994 (ver gráfica 9).

GRAFICA 9



Un indicador adicional sobre la evaluación del mercado laboral lo constituye el número de emplazamientos a huelgas y el de huelgas estalladas. Durante 1996, la ocurrencia de ambos tipos de eventos ha disminuido (ver gráfica 10). Al mes de julio, el número de emplazamientos a huelga en las negociaciones colectivas de jurisdicción federal descendió a 3,308 casos y el de huelgas estalladas a 32, cifras que se comparan con 3,448 emplazamientos y 74 huelgas en el mismo lapso del año pasado.



* Fuente: Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

I.2. Sector Externo

Durante 1996, el desarrollo del sector externo de la economía mexicana se caracterizó por: a) el sostenimiento de un importante dinamismo exportador, particularmente de las ventas al exterior del sector manufacturero; b) una recuperación de las importaciones de mercancías, lo cual refleja el crecimiento de la actividad económica y de la demanda agregada; c) un aumento en el superávit acumulado de la balanza comercial en comparación con el registrado el año anterior; d) la presencia de un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos; e) una mejoría gradual y continua del acceso del país a los mercados financieros internacionales; y f) una considerable acumulación de activos internacionales netos por parte del Banco de México.

CUADRO 8 BALANZA COMERCIAL

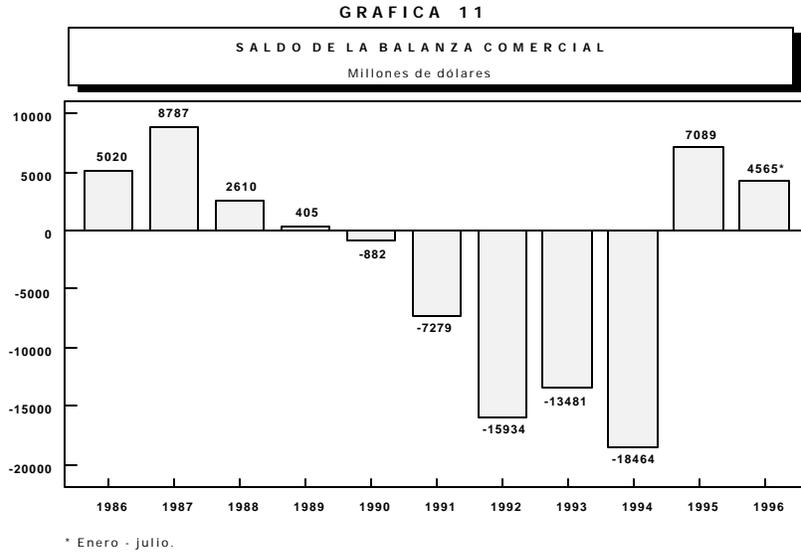
Millones de dólares

Concepto	1995	1995	1996	Variación	Variación	
	(1)	Enero-julio (2)	(3)	Absoluta (3) - (2)	1995	1996 (3)/(2)
EXPORTACIONES	79,542	44,467	53,522	9,055	30.6	20.4
Petroleras	8,423	4,967	6,255	1,288	13.1	25.9
No petroleras	71,119	39,500	47,267	7,767	33.1	19.7
Agropecuarias	4,016	2,936	2,510	-426	49.9	-14.5
Extractivas	545	326	258	-68	52.8	-21.0
Manufactureras	66,558	36,238	44,499	8,261	32.1	22.8
Maquiladoras	31,103	17,058	20,131	3,073	18.4	18.0
Resto	35,455	19,180	24,367	5,187	46.9	27.0
IMPORTACIONES	72,453	40,612	48,956	8,344	-8.7	20.5
Bienes de Consumo	5,335	3,000	3,393	393	-43.9	13.1
Bienes Intermedios	58,421	32,487	39,711	7,224	3.4	22.2
Maquiladoras	26,179	14,306	16,657	2,351	27.9	16.4
Resto	32,242	18,180	23,054	4,874	-10.6	26.8
Asociados a exportación	40,753	22,329	27,436	5,107	30.2	22.9
No asociados a exportación	17,668	10,158	12,275	2,117	-29.9	20.8
Bienes de capital	8,697	5,125	5,853	728	-34.7	14.2
Empresas exportadoras	3,048	1,809	2,097	288	33.4	15.9
Empresas no exportadoras	5,649	3,315	3,756	440	-48.8	13.3
BALANZA COMERCIAL	7,089	3,855	4,565	710	s.s.	18.4

s.s. Sin significado debido a que cambia de signo.

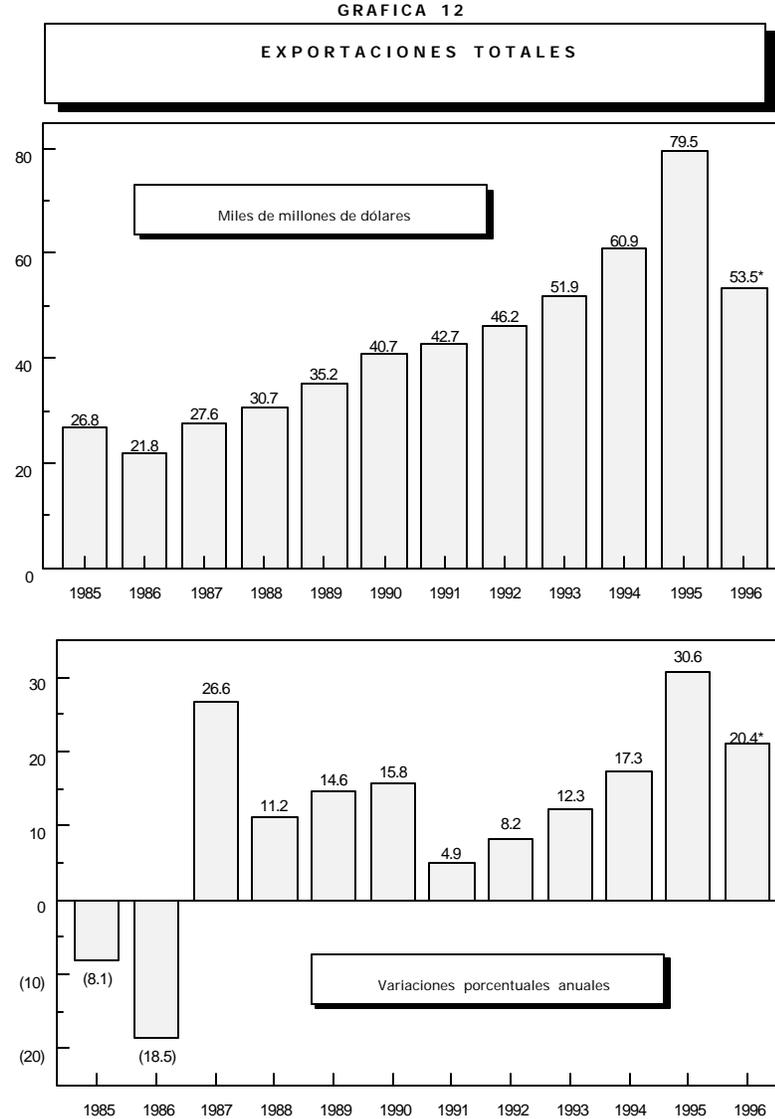
En los primeros siete meses de 1996, la evolución del comercio exterior del país condujo a un saldo superavitario de la balanza comercial de 4,565 millones de dólares de los EE.UU.A.³ (ver gráfica 11), lo que se compara con un superávit de 3,855 millones en el mismo período de 1995. En el lapso correspondiente al presente año, el valor de las exportaciones de mercancías ascendió a 53,522 millones de dólares, lo que representó un crecimiento de 20.4 por ciento con respecto a la cifra de 1995. Por su parte, el valor de las importaciones sumó 48,956 millones de dólares, 20.5 por ciento superior al registrado en el período comparable del año anterior.

³ En lo sucesivo, para fines de brevedad, al hacer referencia a dólares de los EE.UU.A. se dirá solamente dólares.



Durante 1996, las exportaciones de mercancías han mantenido un importante crecimiento, si bien menor que el registrado el año pasado pues se parte de una base de comparación más alta. Cabe señalar que tasas de crecimiento de exportaciones del orden de magnitud observado en 1995 (30.6 por ciento) no son sostenibles en el largo plazo, en particular si se considera que la consecución de dicho ritmo de crecimiento fue favorecida por un importante ajuste cambiario y la presencia de un mercado interno deprimido.⁴ La expansión de las ventas al exterior en 1996 se adiciona, como muestra la gráfica 12, a la vigorosa expansión de las exportaciones lograda durante un periodo prolongado de años.

⁴ Se revisó la frecuencia con que se ha observado a nivel mundial tasas de crecimiento del valor de las exportaciones de 30 por ciento o más durante dos o más años consecutivos. Para ello, se consideró la base de datos del Fondo Monetario Internacional que comprende a 170 países; se seleccionó aquellos cuyo valor de exportaciones superó los 2 mil millones de dólares por año y se revisó su experiencia exportadora a partir de 1980. Solamente se encontró tres casos en que el valor de las exportaciones creció durante dos años consecutivos a tasas superiores al 30 por ciento (no hubo ninguno de más de dos años consecutivos). Estos fueron Hong-Kong en 1987 y 1988; Tailandia en 1987 y 1988 y más recientemente Kuwait en 1992 y 1993. En el caso de Tailandia este fenómeno ocurrió en el periodo inicial de su desarrollo exportador y en el de Kuwait al comenzar de nuevo a exportar petróleo después del retiro de las tropas de Iraq. Cabe recordar que el valor de las exportaciones de México creció 64 y 29 por ciento en 1980 y 1981, respectivamente. Ello se debió a los incrementos de 163 y 40 por ciento que registraron los valores de las exportaciones petroleras en esos dos años. En ese entonces las exportaciones petroleras constituían un 61 por ciento de las ventas totales al exterior.

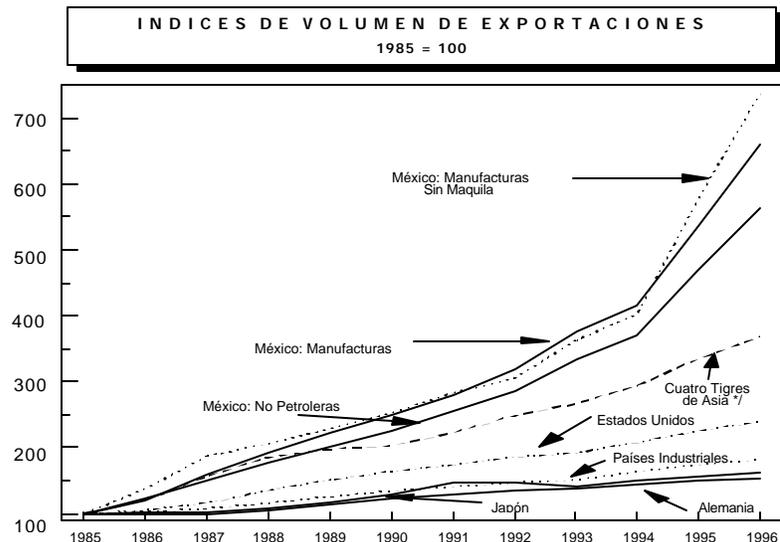


* Enero - julio.

El crecimiento de las exportaciones en 1996 también es notable si se le compara con los ritmos de crecimiento de las exportaciones de los principales países exportadores del mundo. De hecho, el dinamismo

de las exportaciones mexicanas en los últimos años ha sido mayor al reportado en ese renglón por algunas de las economías exportadoras más exitosas del mundo. La gráfica 13 muestra que de 1985 al presente año, el crecimiento del volumen de exportaciones no petroleras de México superó al de las exportaciones de los principales países industriales y en desarrollo, y, particularmente, a la evolución conjunta de aquéllas de los llamados Cuatro Tigres de Asia (Corea del Sur, Singapur, Hong Kong y Taiwan). Este resultado es evidencia de los beneficios del cambio estructural que se ha llevado a cabo en el sector exportador de México.

GRAFICA 13



FUENTE: Banco de México y F.M.I. World Economic Outlook.

Los renglones de exportación que mostraron mayor dinamismo en los primeros siete meses de 1996, fueron los de manufacturas y las petroleras. Las manufactureras alcanzaron un monto de 44,499 millones de dólares, con lo que representaron un 83.1 por ciento de las exportaciones totales y su crecimiento fue de 22.8 por ciento en relación con el mismo lapso del año pasado. Las ventas al exterior originadas en el sector manufacturero maquilador crecieron 18 por ciento, en tanto que

las del sector no maquilador lo hicieron en 27 por ciento. El dinamismo de las exportaciones de manufacturas fue muy generalizado entre las diversas actividades que las conforman (ver cuadro 9).

CUADRO 9
CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES MANUFACTURERAS
Variaciones porcentuales anuales con respecto al mismo periodo del año anterior

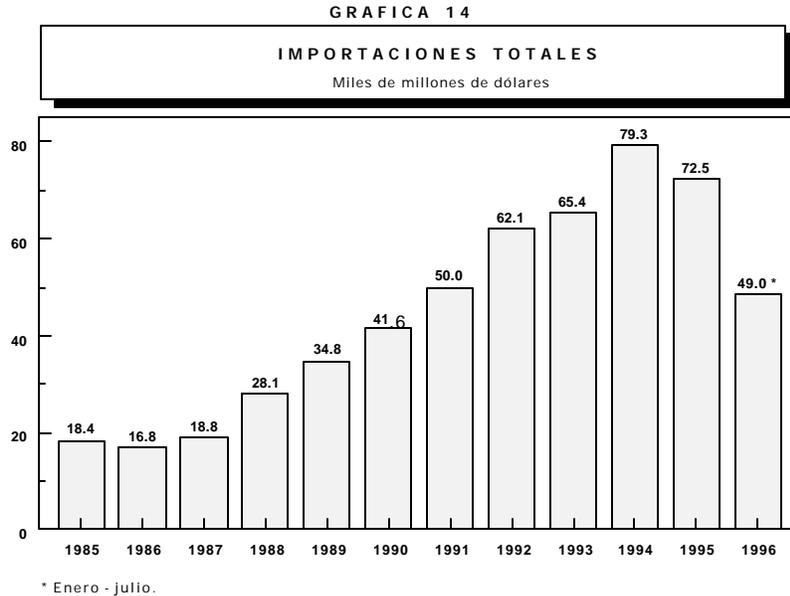
Concepto	No Maquiladoras		Total	
	1995	1996	1995	1996
		Ene.-Jul.		Ene.-Jul.
EXPORTACION MANUFACTURERA	46.9	27.0	32.1	22.8
A. Alimentos, Bebidas y Tabaco	38.0	24.8	33.4	22.4
B. Text. Artículos de Vestir e Ind. del Cuero	79.7	29.9	50.5	28.8
C. Industria de la Madera y sus Productos	14.3	61.1	5.7	41.5
D. Papel, Imprenta e Industria Editorial	117.4	-20.2	55.2	-7.2
E. Química	46.8	6.1	44.1	6.6
F. Productos de Plástico y de Caucho	52.9	28.3	14.4	11.0
G. Fab. Otros Prods. Miner. no Metálicos	21.0	25.4	15.6	21.7
H. Industrias Básicas, Hierro y Acero	124.2	0.0	101.2	4.6
I. Industrias Básicas Metales no Ferrosos	70.4	0.0	66.0	2.7
J. Productos Metálicos, Maq. y Equipo	38.2	38.0	26.5	26.9
1. Para la Agricultura y Ganadería	51.6	-8.3	29.0	-1.3
2. Para los Ferrocarriles	57.3	2.4	57.3	2.4
3. Para otros Transportes y Comunicaciones	47.3	40.6	40.8	34.6
Industria Automotriz	46.2	41.6	39.7	36.0
Resto	71.9	14.7	55.8	15.3
4. Maq. y Equipo Esp.p/Inds.Diversas	31.6	29.2	21.2	30.1
5. Equipo Profesional y Científico	41.9	46.0	15.6	33.5
6. Equipo y Aparatos Eléc.y Electrónicos	15.2	42.5	19.9	20.2
7. Aparatos de Fotografía, Óptica y Relojería	22.8	19.3	16.4	10.1
K. Otras Industrias Manufactureras	61.4	8.5	32.3	7.1

Las exportaciones petroleras se incrementaron 25.9 por ciento durante el período enero-julio de 1996 en relación con el mismo lapso del año anterior. Este importante incremento en los ingresos petroleros reflejó un mayor volumen de exportación de crudo así como un precio internacional más alto, en comparación con los observados en el periodo correspondiente del año pasado.

En el periodo enero-julio de 1996, el valor de las importaciones de mercancías fue de 48,956 millones de dólares (ver gráfica 14), lo que significó un crecimiento de 20.5 por ciento en relación con el mismo lapso del año anterior. Este aumento fue testimonio, por un lado, de la recuperación que mostraron la actividad y la demanda agregada de la economía. Por otro, también reflejó un importante incremento de las

importaciones de bienes agropecuarios, consecuencia del efecto combinado de precios internacionales más altos de algunos de esos productos y de las mayores necesidades de importación derivadas de los efectos de la sequía. En los primeros siete meses del año el valor de estas últimas importaciones fue de 2,716 millones de dólares, monto que significó un aumento de 106.4 por ciento con respecto al registrado en el mismo período de 1995. Esto último contribuyó en aproximadamente tres puntos porcentuales a la tasa de crecimiento anual de las importaciones totales en el período aludido.

Las adquisiciones en el exterior de bienes intermedios aumentaron 22.2 por ciento con respecto al lapso comparable de 1995. Dicho crecimiento reflejó tres factores: la ya referida necesidad de realizar mayores compras externas de bienes agrícolas, cuya gran mayoría son bienes intermedios; la reactivación económica; y el propio dinamismo exportador. En relación con esto último, cabe señalar que en el período de referencia las importaciones de insumos efectuadas por empresas exportadoras crecieron 22.9 por ciento, en tanto que las correspondientes al resto de las empresas lo hicieron en 20.8 por ciento.



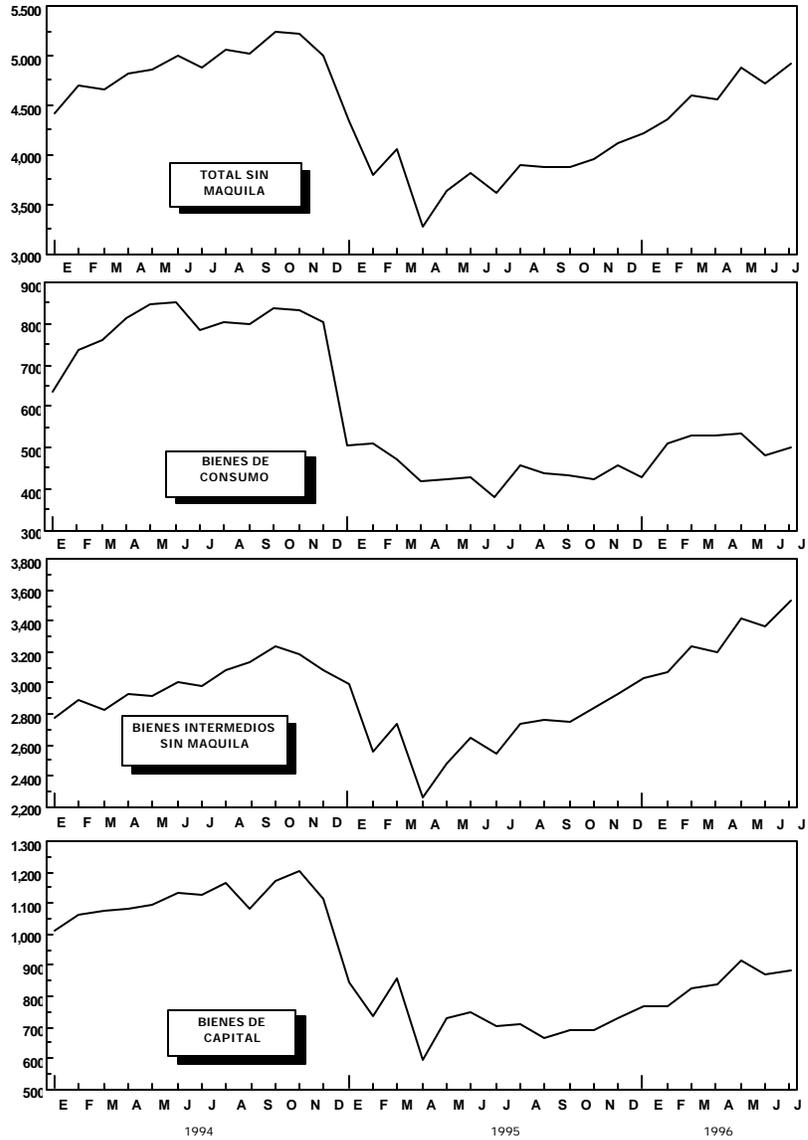
Las importaciones de bienes de capital aumentaron 14.2 por ciento en los primeros siete meses de 1996. Dicho aumento se originó tanto por las adquisiciones de esos bienes efectuadas por empresas exportadoras como por aquellas que orientan su producción al mercado interno, cuyos crecimientos fueron de 15.9 y 13.3 por ciento, respectivamente. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo se elevaron 13.1 por ciento en el período referido, después de que en el mismo lapso de 1995 habían registrado una caída de 41.3 por ciento.

Las cifras sobre importaciones de bienes de capital en los años recientes apunta a que la adquisición de esos bienes por parte de las empresas exportadoras ha sido cuantiosa, aún en 1995 cuando la inversión interna total mostró una contracción. La inversión y modernización llevada a cabo por las empresas exportadoras indican que tales firmas cuentan con la capacidad de oferta necesaria para mantener en los próximos años un ritmo favorable de crecimiento de las ventas de mercancías mexicanas en el exterior.

GRAFICA 15

IMPORTACIONES TOTALES SIN MAQUILA

Cifras desestacionalizadas
Millones de dólares



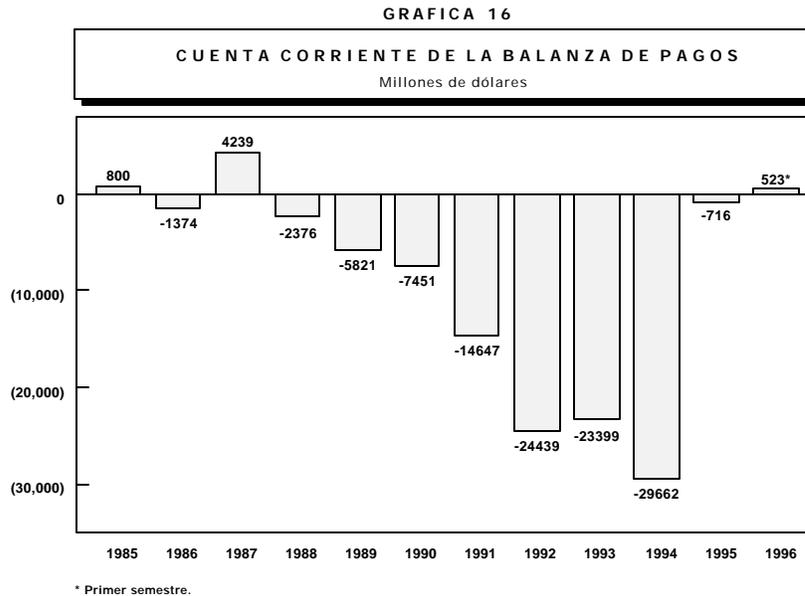
Otra información que constata la presencia de suficiente capacidad de expansión de la oferta de exportaciones proviene de una nueva encuesta que recogió Banco de México a mediados del presente año. Esta se elaboró con base en una muestra de empresas cuyas ventas al exterior representaron un 26 por ciento del total de las exportaciones manufactureras no maquiladoras de 1995. Según los resultados obtenidos, la inversión de esas firmas mostrará un elevado dinamismo en 1996, ya que tres cuartas partes de ellas planean efectuar inversiones físicas en este año, superando el gasto de capital al de 1995. El ritmo de inversión bruta de tales unidades productoras permitirá acrecentar de manera significativa su capacidad de producción y de exportación. De hecho, 73 por ciento de las empresas encuestadas señaló que el principal destino de su gasto de capital será la ampliación de la capacidad instalada, más que la reposición de maquinaria y equipo que se haya depreciado. Cabe mencionar que el grupo de empresas que no planean efectuar inversiones durante 1996 pesó muy poco en el valor total de exportaciones del conglomerado de firmas que fue encuestado.

CUADRO 10
CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
Millones de dólares

Concepto	1995	1996	Variación Absoluta
	Primer Semestre		
CUENTA CORRIENTE	-751	523	1,274
Balanza Comercial	3,195	4,127	932
Exportaciones	38,418	45,468	7,050
Importaciones	-35,223	-41,341	-6,118
Servicios No Factoriales	835	889	54
Servicios Factoriales	-6,738	-6,709	29
Transferencias	1,957	2,216	259

En el primer semestre de 1996, la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un superávit de 523 millones de dólares, mismo que se compara con un déficit de 751 millones de dólares observado en el lapso correspondiente de 1995. El superávit de la cuenta corriente del primer semestre de 1996 provino de saldos positivos en tres de los cuatro rubros que la integran: la balanza comercial, los servicios no factoriales y las transferencias presentaron superávit por 4,127, 889 y 2,216 millones de dólares, respectivamente. El renglón de servicios factoriales mostró un

déficit de 6,709 millones de dólares (ver cuadro 10). La diferencia de 1,274 millones de dólares entre el superávit de la cuenta corriente en el primer semestre de 1996 y el déficit del mismo periodo del año anterior refleja fundamentalmente el mayor superávit comercial. Este último explica tres cuartas partes del cambio que presentó la cuenta corriente de un período al otro.



El saldo superavitario del renglón de servicios no factoriales de 889 millones de dólares, estuvo conformado por ingresos de 5,636 millones y egresos de 4,747 millones. En los ingresos destacó el aumento de los provenientes de los viajeros internacionales (turistas y excursionistas) que visitan nuestro país, el cual ascendió a 3,581 millones de dólares, mientras que las erogaciones de los residentes nacionales que viajaron al exterior fueron de 1,492 millones. Ello resultó en un saldo positivo en el rubro de viajeros internacionales de 2,089 millones de dólares. En las erogaciones no factoriales sobresalieron las asociadas a la importación de mercancías, tales como los fletes, seguros y los gastos portuarios, que sumaron 1,411 millones de dólares.

El superávit del rubro de transferencias de 2,216 millones de dólares en el primer semestre de 1996 se originó fundamentalmente por la remesas enviadas por los residentes en el exterior de origen mexicano, que constituyeron un 94 por ciento de dicho monto.

Por su parte, el saldo deficitario del renglón de servicios factoriales, de 6,709 millones de dólares, fue el resultado neto de ingresos por 1,922 millones y egresos por 8,631 millones. El principal renglón en las erogaciones fue el pago de intereses al exterior, que sumó 6,927 millones de dólares.

Durante el primer semestre de 1996 la cuenta de capital registró una entrada neta de recursos por 1,720 millones de dólares. Este saldo se compara con un superávit de 4,559 millones observado en el mismo período del año anterior, que como se recordará se había originado por los apoyos financieros del Fondo Monetario Internacional, de las autoridades financieras de los Estados Unidos y Canadá, así como del BID y el Banco Mundial. Si se excluyen tales recursos, la cuenta de capital fue deficitaria en 13,403 millones en la primera mitad del año pasado. La evolución reciente de la cuenta de capital es prueba de la notable mejoría que se ha logrado en el acceso de los sectores público y privado de nuestro país a los mercados internacionales de capital. Ello en respuesta a los importantes avances alcanzados en el proceso de estabilización macroeconómica, a las favorables expectativas sobre el mediano y largo plazos de la economía y a la percepción de un menor riesgo país para México por parte de los mercados internacionales.

Los renglones de la cuenta de capital que registraron entradas netas de recursos del exterior fueron: la inversión de cartera en el mercado accionario (2,253 millones de dólares); la inversión extranjera directa (3,125 m.d.)⁵ y el financiamiento externo neto obtenido por el sector privado no bancario (1,038 m.d.). Por otro lado, los rubros que mostraron salidas netas de recursos fueron: la amortización neta de deuda externa del sector público (1,959 m.d.)⁶; el desendeudamiento neto del sector bancario (1,212 m.d.); la amortización de valores

⁵. Cabe mencionar que seguramente en el futuro cercano el monto de la inversión extranjera directa será revisado al alza. Ello considerando el rezago que se presenta entre la materialización de un incremento de dicha inversión y su registro con las autoridades.

⁶ Incluye el pago de 1,457 millones de dólares realizado por el Banco de México a las autoridades financieras de los Estados Unidos.

gubernamentales en poder de extranjeros (principalmente Cetes y Tesobonos por 720 m.d.); y aumentos de activos de residentes mexicanos en el exterior (806 m.d.). Es pertinente mencionar que en febrero pasado se terminó de amortizar la totalidad de los Tesobonos que se encontraban en circulación.

Durante el primer semestre de 1996, la combinación de superávit tanto en la cuenta corriente como en la cuenta de capital, conjuntamente con un saldo negativo del renglón de errores y omisiones, resultaron en una modesta disminución de la reserva internacional neta del Banco de México de 339 millones de dólares (ver cuadro 11). No obstante, en ese periodo de seis meses los activos internacionales netos⁷ del Banco de México aumentaron 1,631 millones de dólares. Al cierre del mes de agosto la acumulación de tales activos internacionales netos había ascendido a 3,735 millones de dólares. Tal incremento provino fundamentalmente de las transacciones cambiarias que el Banco de México habitualmente realiza con el sector público. Esta acumulación se vio favorecida por el comportamiento positivo que observó el precio internacional del petróleo crudo de exportación y por la mejoría -como se detalla más adelante- del acceso del sector público a los mercados internacionales de capital.

CUADRO 11
BALANZA DE PAGOS
Millones de dólares

Concepto	Primer Semestre	
	1995 (1)	1996 (2)
Cuenta Corriente	-751	523
Cuenta de Capital	4,559	1,720
Inversión Extranjera Directa	3,936	3,125
Inversión Extranjera de Cartera	-11,188	4,672
Mercado Accionario	233	2,253
Valores Moneda Nacional	-8,075	-720

⁷ De acuerdo a lo establecido en el programa de política monetaria del Banco de México para 1996, los activos internacionales netos se definen como la reserva bruta, más los créditos convenio con bancos centrales a más de seis meses, a los que se restan los pasivos con el FMI y los pasivos a menos de seis meses derivados de convenios con bancos centrales. Las tenencias de oro se valúan a la cotización registrada el 29 de diciembre de 1995.

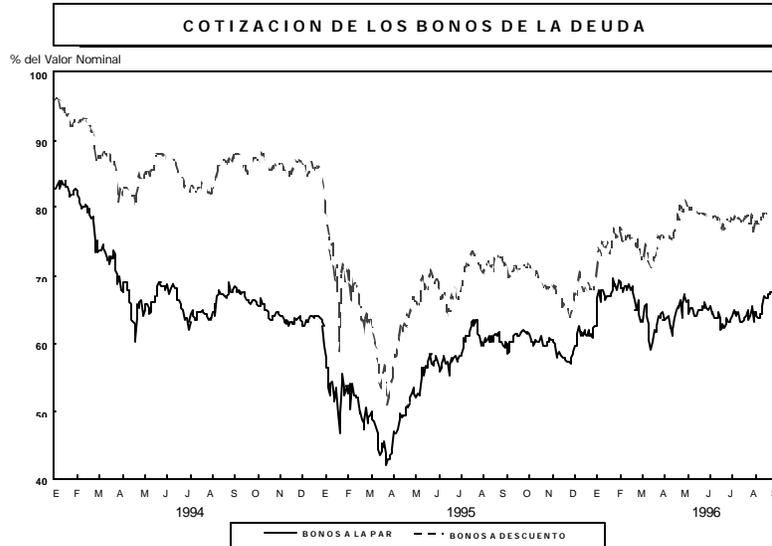
Tesobonos de Residentes Externos	-10,215	-156
Otros	2140	-564
Valores Moneda Extranjera	-3,347	3,139
Sector Público	-2,122	2,676
Banca Comercial	218	-165
Sector Privado no Bancario	-1,443	628
Endeudamiento Neto	13,206	-5,272
Sector Público ^{1/}	15,753	-4,635
Apoyo Financiero	17,962	-1,457
Resto	-2,209	-3,178
Privado	-2,547	-637
Banca Comercial	-4,134	-1,047
No Bancario	1,587	410
Activos	-1,395	-806
Errores y Omisiones	123	-2,579
Variación Reserva Neta	3,934	-339

^{1/} Incluye al Banco de México.

I.3. Deuda Externa

Durante los primeros ocho meses de 1996, la percepción del riesgo México en los mercados financieros internacionales continuó mejorando gradualmente. Este aumento de la confianza se reflejó tanto en las cotizaciones de los llamados Bonos Brady en el mercado secundario -las cuales conservaron la tendencia ascendente mostrada desde finales de 1995-, como en un mejor acceso de los sectores público y privado a los mercados internacionales de capital. Asimismo, este hecho ha permitido a las autoridades hacendarias mexicanas a seguir una estrategia conducente a extender el plazo de vencimiento de la deuda externa y al mismo tiempo disminuir su costo.

GRAFICA 17



Al cierre de junio de 1996, el saldo de la deuda pública externa neta⁸ se situó en 89,833 millones de dólares, lo que implica una reducción de 482 millones de dólares con respecto a la cifra correspondiente a diciembre de 1995. Dicha contracción⁹ fue la resultante de disposiciones totales por 14,132 millones de dólares, de amortizaciones de pasivos por 15,144 millones, de la disminución en los activos financieros del sector público en el exterior por 1,966 millones de dólares y de ajustes en el saldo de dicha deuda por -1,436 millones. Este último concepto se explica, principalmente, por la apreciación del dólar frente a otras divisas en que se encuentra denominada una parte de la referida deuda externa.

⁸ La deuda pública externa neta se define como la diferencia entre la deuda pública externa bruta y los activos financieros del sector público en el exterior. Este concepto es el que mejor refleja el total de los pasivos del sector público (excluyendo al Banco de México), debido a que las garantías correlativas a los Bonos Brady son activos en el exterior del Gobierno Federal.

⁹ La fuente de la información es la SH.C.P. Las amortizaciones de pasivos incluyen 587 millones de dólares que corresponden al descuento obtenido por la cancelación de los bonos Brady que participaron en el canje por el Bono Global.

Los hechos más relevantes que conviene destacar en cuanto al manejo de la deuda pública externa durante el periodo enero-agosto de 1996, son los siguientes:

- a) Emisiones de bonos en los principales mercados internacionales de capital (mercados alemán, japonés y norteamericano), a plazos que van de uno a treinta años. Las colocaciones fueron realizadas por el Gobierno Federal, Nacional Financiera, Pemex y Bancomext.

- b) Colocación de un llamado Bono Global con vencimiento a 30 años (en 2026). Esta transacción se realizó mediante el intercambio de dicho Bono por bonos Brady denominados en dólares de los EE.UU.A. Las posturas recibidas por el Gobierno Federal con motivo del referido intercambio superaron los 3,000 millones de dólares, lo cual es indicativo del interés que esta operación despertó en los mercados internacionales. El valor nominal del total de bonos Brady a la par aceptados en canje ascendió a 2,018 millones de dólares, mientras que el de bonos Brady a descuento fue de 340 millones, lo que trajo como consecuencia que, una vez considerados los descuentos a los cuales se tomaron los bonos Brady, la emisión del nuevo Bono Global alcanzara 1,750 millones de dólares. Este instrumento se colocó a plazo a 30 años y con sobretasa de 552 puntos base sobre el bono del Tesoro de los EE.UU.A. de plazo comparable.

Los beneficios obtenidos merced a esta operación son los siguientes: 1) ahorro de capital por la captura del descuento de los bonos Brady obtenidos en el canje; 2) recuperación de los activos dados en garantía de dichos bonos (780 millones de dólares); y 3) mejoría del perfil de amortizaciones de la deuda pública externa al cancelarse bonos con vencimiento a 23 años, al tiempo que se colocaron nuevos instrumentos a plazo de 30 años.

- c) Emisión por el Gobierno Federal de “notas bancarias” a finales de julio del presente año, la cual tuvo una muy favorable acogida. Ante la inusitada demanda de estos instrumentos por parte del público inversionista, la colocación se incrementó del monto original por 3,000 millones de dólares a 6,000 millones de dólares. Los recursos aportados por esta operación, adicionados a los captados por la citada liberación de las garantías de los bonos Brady, más 220 millones obtenidos previamente de otras fuentes, permitieron llevar a cabo la liquidación anticipada de pasivos por 7,000 millones de dólares a favor del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. Con esta transacción el saldo remanente de dicho apoyo se redujo a tan sólo 3,500 millones de dólares.

La descrita operación de refinanciamiento de la deuda externa del sector público ha arrojado el beneficio de extender el plazo de vencimiento de dicha deuda a la vez de disminuir su costo financiero. Por este concepto, se anticipa una reducción de intereses de aproximadamente 125 millones de dólares anualmente, dada la disminución de la tasa promedio aplicable a los recursos financieros respectivos, de 9.89 por ciento a 8.12 por ciento. Adicionalmente, algunos vencimientos de corto plazo se han pospuesto (3.5 años en el escenario original), quedando en 7.9 años después del refinanciamiento.

Es importante señalar que las “notas bancarias” aludidas son el primer valor emitido por el Gobierno Federal denominado en moneda extranjera que obtiene grado de inversión por parte de las principales empresas calificadoras del mundo (Moody’s Investors Service y Standard & Poor’s). Ello, como consecuencia, entre otros factores, de que dichos títulos gozan de iguales garantías que los adeudos a favor del Departamento del Tesoro de los EE.UU.A.

- d) Por su parte, el Banco de México realizó un pago anticipado de capital al Fondo Monetario Internacional por 1,000 millones de dólares. Esto se hizo con divisas provenientes en su mayoría de

la emisión por 910 millones de dólares que efectuó el Gobierno Federal en el mercado japonés a mediados de junio.

Durante el primer semestre de 1996, el saldo de la deuda externa de los sectores privado y bancario (considerados en agregado) aumentó en 380 millones de dólares. Este incremento se explica por la amortización neta de pasivos externos a cargo de la banca comercial por un monto de 1,232 millones de dólares (principalmente de líneas de crédito interbancarias) y por una disposición neta de recursos por 1,612 millones de dólares obtenida por el sector privado no bancario.

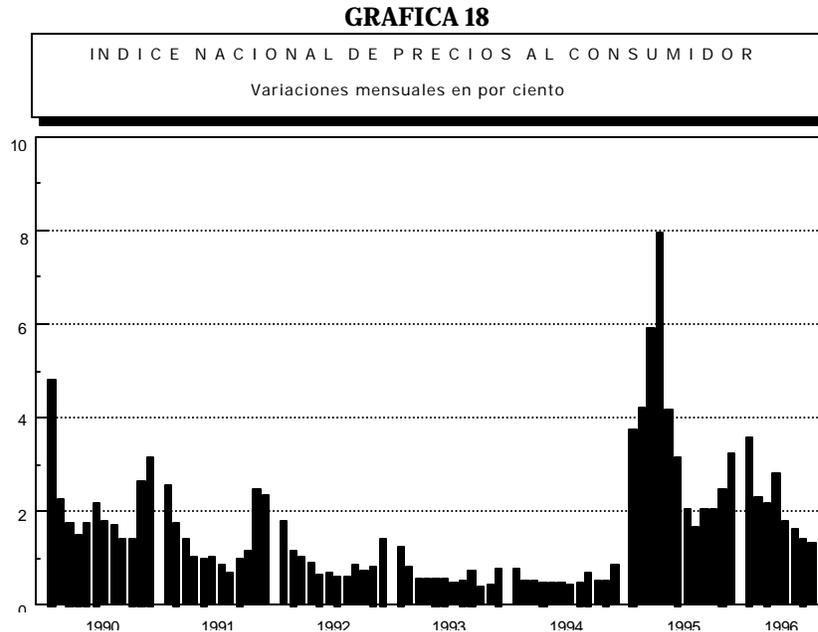
Es conveniente resaltar la ampliación de las posibilidades de financiamiento en el exterior con que ahora cuenta el sector privado mediante la emisión de títulos negociables. A lo largo de los primeros siete meses de 1996, se realizaron colocaciones por un monto bruto de 1,975 millones de dólares, en mejores términos que los obtenidos en 1995. Adicionalmente, en el periodo de referencia se hicieron colocaciones por 680 millones de dólares mediante papel respaldado con cuentas por cobrar en el exterior. Por otra parte, el sector privado consiguió recuperar el acceso perdido durante 1995 a los mercados financieros internacionales de papel comercial. En el lapso enero-julio se hicieron colocaciones por esta vía por un total neto de 175 millones de dólares. Por último, en el periodo referido el flujo de financiamiento neto contraído por el sector privado directamente con la banca comercial extranjera ascendió a 797 millones de dólares.

I.4. Inflación

I.4.1. Precios al Consumidor

Durante los primeros ocho meses de 1996 se ha logrado una importante baja de la inflación. Como puede apreciarse en la gráfica 18 y el cuadro 12, la tasa de crecimiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor para cada uno de los ocho primeros meses del año ha sido substancialmente inferior a la de los mismos meses de 1995. A consecuencia de lo anterior, la inflación acumulada hasta agosto, inclusive,

del año en curso se situó en 18.50 por ciento, variación que resulta menor a la mitad de la elevación de 37.88 por ciento ocurrida en igual lapso de 1995 (ver gráfica 18).

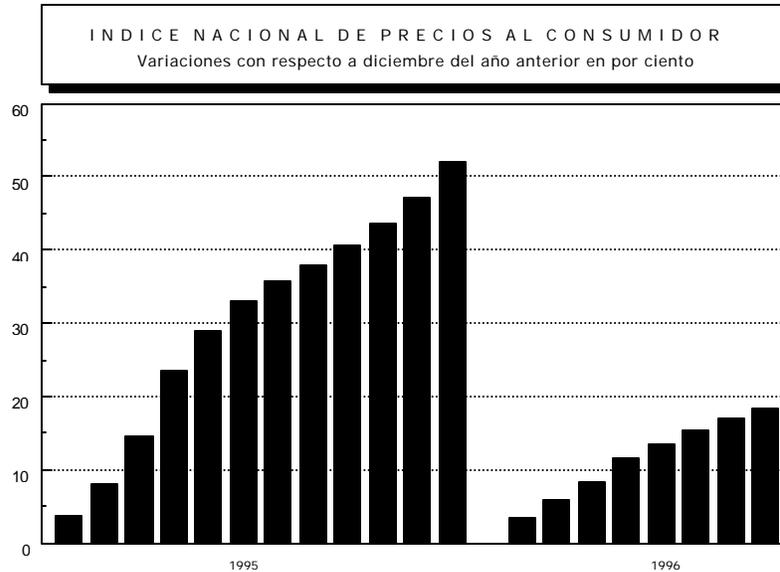


Es pertinente mencionar que a pesar de los importantes avances hasta ahora alcanzados en el abatimiento de la inflación, el incremento de los precios al consumidor durante los primeros ocho meses del año resultó ligeramente superior al congruente con el 20.5 por ciento intentado para el lapso de diciembre de 1995 al mismo mes de 1996 al suscribirse la Alianza para la Recuperación Económica (ARE) en octubre de 1995. Las razones que explican lo anterior son las siguientes: a) una depreciación del peso durante los últimos meses de 1995 mayor a la prevista en octubre de ese año; b) demoras en la aplicación de los aumentos de precios contemplados en la primera fase de la ARE; c) el aumento de 12 por ciento en abril del salario mínimo -incremento 2 puntos porcentuales mayor al originalmente pactado-, medida que coincidió con un ajuste al alza en el precio de la tortilla; y, por último, d) incrementos sustanciales de los precios de algunas mercancías agrícolas (tanto bienes finales como insumos), consecuencia de la sequía que aquejó

durante los primeros meses de 1996 a gran parte del país y de la elevación de los precios internacionales de los granos.

En lo específico cabe destacar que la inflación en enero de 1996 (3.6 por ciento) se vio particularmente afectada por el retraso en poner en ejecución alzas programadas de algunos precios y tarifas del sector público. Según lo establecido en la ARE, dichos ajustes debieron haber ocurrido a principios de diciembre en lugar de a mediados de ese mes, como en realidad sucedió. La influencia de este factor fue de importancia pues provocó que presiones inflacionarias que pudieron haber tenido todo su efecto en diciembre de 1995, se heredaran para el mes inmediato siguiente. Además, cabe recordar que en enero de 1996 se concertaron aumentos para las tarifas del Metro y servicio telefónico, y para los precios del pan blanco y leche. Al diluirse el impacto de los elementos anteriores, la inflación descendió a 2.3 por ciento en febrero y a 2.2 por ciento en marzo.

GRAFICA 19



Durante abril, la variación del INPC se situó en 2.8 por ciento, superando así a la de marzo. Este repunte se explica por las elevaciones de 6 por ciento de los precios de las gasolinas, diesel y tarifas eléctricas y de 12 por ciento del salario mínimo. Los ajustes de los precios y tarifas públicos estaban contemplados en la ARE (y por lo tanto en la inflación objetivo de 20.5 por ciento para 1996), mas no así el monto del incremento al salario mínimo que finalmente se otorgó, y que resultó 2 puntos porcentuales superior al originalmente acordado. En igual sentido, también contribuyeron a provocar una mayor inflación en abril los aumentos en los precios de la tortilla y la leche. Es importante recalcar que las medidas descritas en materia de precios y tarifas públicas, si bien en el muy corto plazo se reflejaron en mayores tasas de inflación, han sido, sin embargo, determinantes para reducir las expectativas inflacionarias y avanzar en el proceso de estabilización, ya que contribuyen a mantener las finanzas públicas en orden.

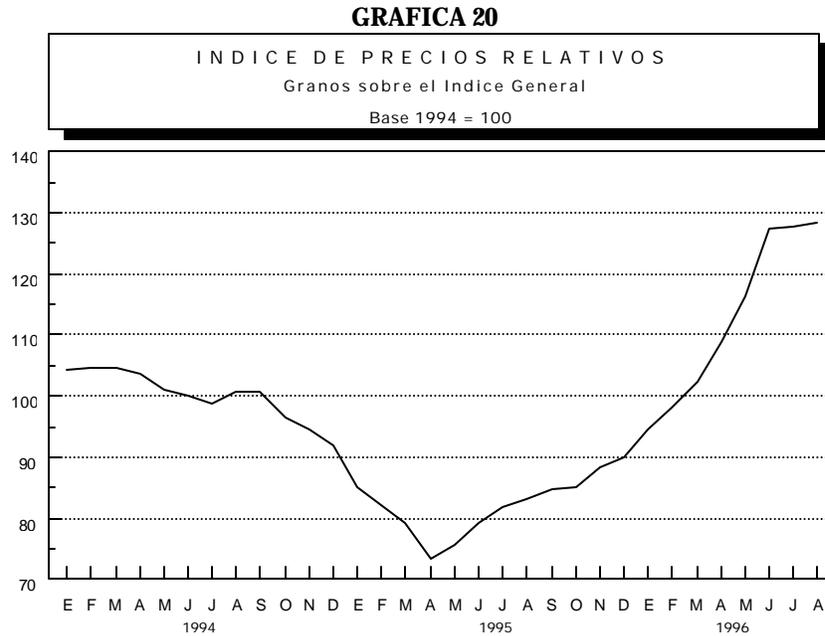
CUADRO 12
INDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

MES	Variaciones en por ciento					
	MENSUALES		ANUALES		ACUMULADAS RESPECTO A DICIEMBRE ANTERIOR	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Enero	3.76	3.59	10.2	51.7	3.8	3.6
Febrero	4.24	2.33	14.3	49.0	8.2	6.0
Marzo	5.90	2.20	20.4	43.8	14.5	8.4
Abril	7.96	2.84	29.4	36.9	23.7	11.4
Mayo	4.18	1.82	34.2	33.8	28.8	13.5
Junio	3.17	1.63	37.7	31.8	32.9	15.3
Julio	2.04	1.42	39.9	31.0	35.6	16.9
Agosto	1.66	1.33	41.6	30.6	37.9	18.5
Septiembre	2.07		43.5		40.7	
Octubre	2.06		45.7		43.6	
Noviembre	2.47		48.5		47.2	
Diciembre	3.26		52.0		52.0	

A partir de mayo, la tasa de inflación mensual recuperó su tendencia a la baja. En ese mes, la inflación fue de 1.8 por ciento. En junio, julio y agosto las tasas resultaron de 1.6, 1.4 y 1.3 por ciento, respectivamente. La inflación en agosto fue la elevación mensual del INPC más baja que se ha registrado en los últimos diecinueve meses. El favorable comportamiento de la inflación después de abril se dio a pesar de que, como ya se indicó, en el primer semestre del año los precios de algunos productos agrícolas mostraron incrementos sustancialmente superiores a los de la mayor parte de los demás bienes y servicios.

Los incrementos de las cotizaciones internacionales de los principales granos (maíz, trigo, sorgo y cebada) ocurridos a lo largo del año fueron una fuente importante de presiones inflacionarias, al empujar al alza los precios de los bienes que utilizan como insumos a dichos granos. Esos bienes son en su mayoría alimentos básicos, y entre ellos cabe destacar los siguientes: pan, harinas, cerveza, huevo y carnes. En la gráfica 20 se muestra la elevación que los precios relativos de los granos han tenido a partir de 1994. Es de mencionarse de manera particular el incremento de 105.2 por ciento que sufrió el precio del frijol en el periodo enero-agosto de 1996, principalmente como resultado de la sequía que aquejó a la zona productora del país. La extraordinaria elevación sufrida por el precio de esa leguminosa causó por sí sola un

incremento de la inflación de 0.7 puntos porcentuales en el lapso aludido.



A pesar de que el crecimiento de los precios en el periodo enero-agosto de 1996 fue ligeramente superior al contemplado al suscribirse la ARE, es innegable que se ha logrado un progreso muy significativo en el abatimiento del proceso inflacionario. Se pueden citar al menos dos factores fundamentales coadyuvantes de dicho logro: a) el comportamiento de las remuneraciones a la mano de obra (que incluyen sueldos, salarios y prestaciones) acordadas contractualmente; y b) la evolución del tipo de cambio durante los primeros ocho meses del año.

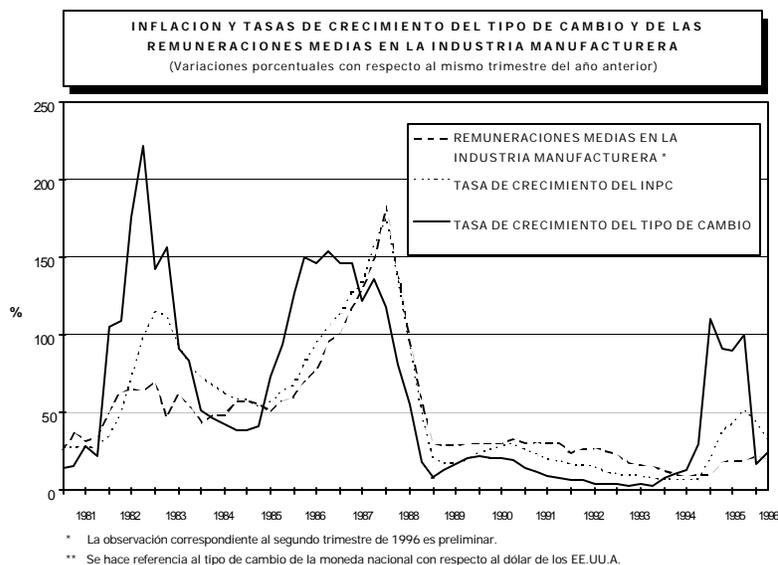
La gráfica 21 ilustra lo anterior. Ahí se muestra que la tasa de inflación puede considerarse en términos aproximados como un promedio ponderado de las variaciones de las remuneraciones laborales (representadas en la gráfica por las remuneraciones medias en el sector

manufacturero) y del tipo de cambio del peso con respecto al dólar de los EE.UU.A.¹⁰ Es claro que la marcada disminución de la depreciación anual de la moneda nacional con respecto al dólar americano durante los primeros dos trimestres de 1996, combinada con el moderado comportamiento de las remuneraciones medias, han sido los principales factores causales de la importante reducción de la inflación.

Es pertinente recordar que en periodos de estabilización, la moderación en los ajustes salariales es esencial no sólo para que aquella se materialice, sino que, lo que es importante, para establecer las condiciones propicias a fin de que sea factible la elevación de las remuneraciones reales. Cuando los ajustes salariales son congruentes con los objetivos inflacionarios preestablecidos, es posible un rápido abatimiento de la inflación, lo cual propicia el aumento ulterior de las percepciones reales de los trabajadores. La información contenida en la gráfica 21 nos indica que éste fue el caso en el periodo comprendido de finales de 1988 a finales de 1994.

¹⁰ Un análisis formal de lo anterior se presenta en el documento de trabajo número 9604 del Banco de México, titulado "Un Estudio Econométrico sobre la Inflación en México".

GRAFICA 21



Por otra parte, sabido es que los movimientos cambiarios afectan directamente los precios de las mercancías, pues éstas son en su gran mayoría comerciables internacionalmente. Por tanto, un comportamiento relativamente estable del tipo de cambio -como el observado durante los primeros ocho meses del presente año-, se debe reflejar en menores incrementos de los precios de las mercancías. Lo anterior puede apreciarse en el cuadro 13, en el cual se muestra la evolución descendente de las variaciones mensuales de los precios de las mercancías que forman parte de la canasta de referencia del INPC. En dicho cuadro también resalta la tendencia decreciente de las variaciones mensuales de los precios de los servicios, lo cual en buena medida refleja el desempeño de las remuneraciones laborales.

CUADRO 13
INDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
 Variaciones porcentuales, 1996

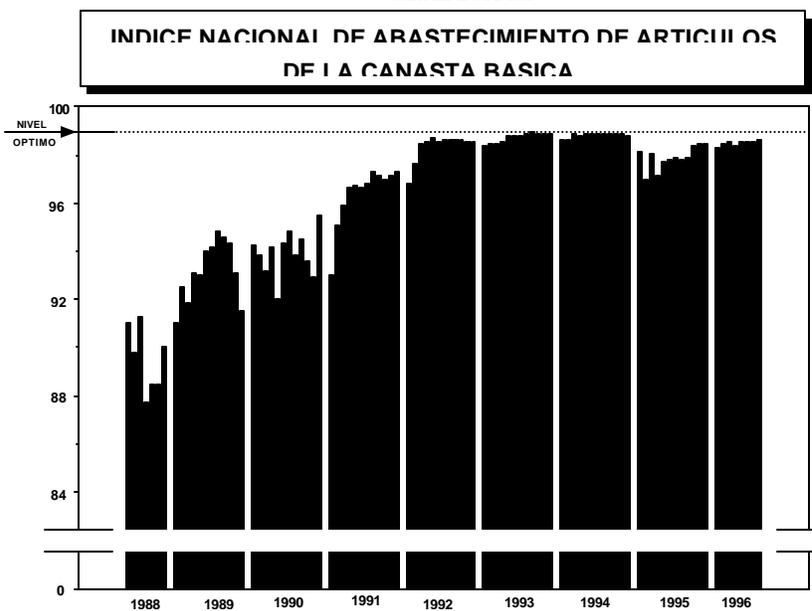
CONCEPTO	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	ACUM
INDICE GENERAL	3.6	2.3	2.2	2.8	1.8	1.6	1.4	1.3	18.5
Mercancías	3.5	2.6	2.5	3.5	2.4	1.8	1.4	1.5	20.8
Servicios	3.8	2.0	1.8	2.0	1.0	1.4	1.4	1.1	15.4

I.4.2. Abastecimiento de los bienes básicos

Durante los primeros ocho meses de 1996, el nivel de abastecimiento de los bienes básicos se fue acercando a los máximos históricos, después de que a lo largo de 1995 se suscitaron casos de desabasto de mercancías, aunque no generalizados. El indicador de que se dispone para medir el abasto se ha situado durante el presente año a sólo 0.5 puntos porcentuales de su nivel máximo histórico alcanzado en 1994. Este resultado es en buena medida atribuible a la política de mantener flexibles los precios de bienes y servicios (ver gráfica 22).

La experiencia histórica indica que prácticamente en ninguna economía es posible mantener el abastecimiento en un nivel de 100 por ciento para todos los productos, aún cuando no haya restricción alguna al ajuste de precios o sobre las actividades industriales y comerciales. Ello, en virtud de que la disponibilidad inmediata del surtido completo de mercancías en todas las tiendas implicaría precios inconvenientes para el consumidor, dado el costo de los inventarios adicionales que tal abastecimiento requeriría. En este sentido el mismo óptimo de abastecimiento, que posiblemente sea del orden del alcanzado en 1994, es inferior al abastecimiento total. Es factible que el nivel de abasto observado a últimas fechas, ligeramente inferior al óptimo, esté reflejando el alto costo del mantenimiento de inventarios.

GRAFICA 22



I.4.3. Precios Productor

Durante los primeros ocho meses del año, las variaciones mensuales del Índice Nacional de Precios Productor, sin considerar el petróleo crudo de exportación, siguieron en general una trayectoria descendente (ver gráfica 23).

GRAFICA 23

CUADRO 14
**INDICE NACIONAL DE PRECIOS PRODUCTOR
 SIN PETROLEO CRUDO DE EXPORTACION**

Variaciones en por ciento

CONCEPTO	<u>Ago. 95</u> Dic. 94	<u>Ago. 96</u> Dic. 95
INDICE GENERAL	41.14	17.00
Demanda Interna	40.15	17.97
Consumo Familiar	39.05	19.21
Inversión	42.76	14.99
Exportaciones	54.02	11.64

Un factor que contribuyó al crecimiento de los precios de los bienes finales fue el incremento mostrado por los precios de varias materias primas en bruto (ver cuadro 15). Las alzas referidas, causadas por fenómenos de origen externo, se han transmitido a los costos de la producción final, en especial de los alimentos procesados, mediante las relaciones intersectoriales de la economía.

CUADRO 15
**PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS EN BRUTO PARA
 PROCESAMIENTO**

Variaciones Porcentuales

CONCEPTO	ACUMULADA (enero-agosto)
Maíz	70.80
Sorgo	83.50
Trigo	56.93
Cebada	51.02
Caolín	44.41
Piedra caliza	38.47
Cueros	41.10
Ganado Caprino	38.70
Gas natural	30.89
Arena sílica	31.11

I.5. Finanzas Públicas

Durante los seis primeros meses de 1996, el sector público no financiero consiguió un superávit económico de caja de 14,457 millones de pesos (m.p.), mientras que el superávit económico primario alcanzó un nivel de 56,976 m.p. (ver cuadro 16).

CUADRO 16
RESUMEN DE LAS FINANZAS PUBLICAS
Millones de Pesos

CONCEPTO	ENE-JUN DE 1996 p/
A. <u>Balance Económico Público de Caja</u>	14,457
Gobierno Federal	1,816
Pemex	9,558
Resto de Organismos y Empresas	3,459
Balance Extrapresupuestal	-376
B. <u>Balance Económico Primario</u>	56,976
Gobierno Federal	35,560
Pemex	16,249
Resto de Organismos y Empresas.	4,863
Balance Extrapresupuestal	304

p/ Cifras preliminares.

Fuente: SHCP.

En el período comprendido de enero a junio de 1996, los ingresos presupuestales del sector público ascendieron a 255,944 m.p. Del total de las percepciones públicas en el periodo de referencia, el 39.8 por ciento se derivó de los ingresos petroleros. Este último tipo de ingresos resultó ser mayor al programado, debido al incremento del precio del crudo mexicano de exportación y a una mayor plataforma petrolera exportable. La evolución de los ingresos no petroleros (equivalentes al 60.2 por ciento del total) no fue tan favorable, a consecuencia de la contracción de la actividad económica en 1995 -lo cual afectó la recaudación tributaria de los primeros meses de ese año-, así como del costo fiscal de las medidas de apoyo que en materia de impuestos fueron adoptadas entre finales de 1995 y marzo de 1996. Como se recordará, estas medidas respondieron a la conveniencia de aliviar la carga tributaria de las empresas, alentar la inversión productiva y fomentar la contratación de trabajadores.

En el primer semestre del año, el gasto neto presupuestal fue de 241,111 m.p. Ello reflejó, entre otras cosas, las menores erogaciones efectuadas por concepto de pago de intereses sobre la deuda pública, en

respuesta a la tendencia decreciente mostrada por las tasas de interés internas a lo largo de ese periodo. Dicho resultado permitió ampliar varias partidas de gasto social, particularmente las destinadas al combate a la pobreza, a la educación y a la salud, así como el gasto canalizado a la formación de infraestructura básica del país.

II. POLITICA MONETARIA, CAMBIARIA Y MERCADOS FINANCIEROS.

II.1. Política Monetaria y Cambiaria

La Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos señala de manera inequívoca que el objetivo de la política monetaria debe ser procurar la estabilidad del nivel general de los precios. Este criterio rector que ha de observarse en la formulación de la política monetaria se sustenta en la consideración de que la inflación causa serios perjuicios al bienestar de la población, especialmente por sus adversos efectos sobre la distribución del ingreso, la asignación eficiente de los factores de la producción, la generación de ahorro y el crecimiento económico.

De hecho, en la coyuntura actual algunos de los problemas más grandes que padece la economía mexicana están asociados a la inflación y a las expectativas inflacionarias. Como se recordará, en 1995 se produjo una fuerte disminución, incluso reversión, de los flujos netos de capital del exterior hacia México. Esto causó que el tipo de cambio tuviera que depreciarse de manera considerable. La devaluación provocó de inmediato un significativo repunte de la inflación y de las expectativas inflacionarias. Estos últimos fenómenos dieron lugar a tasas de interés muy elevadas, tanto reales como nominales.

En tiempos de inflación, las tasas de interés nominales son más elevadas que en épocas de estabilidad, porque los ahorradores requieren tener alguna compensación por la pérdida que sufre el valor real del capital que prestan. Cuanto mayor es la inflación, más se acelera la amortización real de los créditos, más elevadas se hacen las tasas de interés reales y nominales y más pesada resulta la carga para los deudores.

En adición, las tasas de interés reales y nominales tienden a ser elevadas en épocas de inflación, debido a que el ritmo del aumento futuro de los precios no es predecible con exactitud. Ello da lugar a que los inversionistas requieran que las tasas de interés, además de compensarles por la erosión esperada del poder adquisitivo del principal, incluyan una prima, por la posibilidad de que la inflación durante el periodo de vigencia de la operación resulte superior a la esperada.

Las elevadas tasas de interés que resultan de una alta inflación afectan no sólo la inversión en nuevos proyectos, sino la capacidad de gasto de numerosas familias y empresas que se encuentran endeudadas, obstaculizando así el crecimiento económico. De ahí que las visiones pesimistas respecto a la inflación futura constituyen, a través de la influencia que ejercen sobre las tasas de interés, un poderoso factor recesivo de la economía. Precisamente esta relación de causa a efecto es una de las razones que le da sustento a la premisa de que es mediante la aplicación de una política monetaria tendiente a la estabilización de los precios, como un banco central puede contribuir más eficazmente al desarrollo económico.

El propósito específico del programa monetario del Banco de México para 1996 es **contribuir** al abatimiento de la inflación, de casi 52 por ciento en 1995 a 20.5 por ciento en el año en curso. Esta última tasa fue la establecida como objetivo tanto en la ARE, como en el documento intitulado *Criterios Generales de Política Económica*, que el Ejecutivo Federal envió a la Cámara de Diputados en noviembre último. Una política monetaria orientada a lograr dicho objetivo, en combinación con las medidas contenidas en la propia ARE, harán posible alcanzar una tasa real de crecimiento del PIB de más del 3 por ciento, como se estableció en el programa económico para 1996.

De conformidad con lo anterior, el programa monetario para 1996 fue formulado con base en los supuestos siguientes: una inflación de 20.5 por ciento, una proyección de crecimiento real del PIB de 3 por ciento y una disminución de la velocidad de circulación de los billetes y monedas. El Banco de México estimó la trayectoria de la demanda de base monetaria que es congruente con los supuestos citados. El objetivo

intermedio del instituto central en la ejecución de la política monetaria consiste en ofrecer el monto de dinero que señala dicha estimación de la demanda de base monetaria, sujeto a la restricción de que su crédito interno neto no exceda límites trimestrales preestablecidos¹¹. La observancia de la trayectoria programada de la base monetaria, junto con los límites a la variación del crédito interno neto, constituyen el ancla que coadyuva a limitar el crecimiento del índice general de los precios.

Es pertinente señalar que, como se demuestra en la sección II.2. de este documento, la evolución de la base monetaria durante el transcurso de 1996 se ha comportado de acuerdo a lo establecido en el programa monetario para el año, además de que se respetaron los límites a las variaciones del crédito interno neto para los trimestres ya transcurridos.

Es del conocimiento público que los pronósticos de inflación para finales de 1996 de muchos analistas superan al 20.5 por ciento. Sin embargo, el Banco de México no contribuirá a la validación de esas expectativas. Si el Banco de México relajara su política, generaría una perniciosa espiral de expectativas inflacionarias ascendentes. Ello conduciría a tasas de interés cada vez más elevadas y al recrudecimiento de su efecto recesivo sobre la economía.

Como parte del programa monetario para 1996, el Banco de México también estableció algunas directrices para la ejecución de la política monetaria. En particular, en la gestión de la política monetaria se observa lo siguiente:

- i) El Banco de México ajusta diariamente la oferta de dinero primario con objeto de que ésta corresponda a la demanda esperada de base monetaria. El ajuste referido se efectuará

¹¹ El detalle de la estimación de la demanda de base monetaria para 1996, junto con los límites trimestrales a las variaciones del crédito interno neto del banco central, se presentan en el documento "Exposición sobre la Política Monetaria para 1996", que el Banco de México envió en enero pasado para su consideración a la Comisión Permanente del Congreso de la Unión y al Ejecutivo Federal.

principalmente mediante variaciones del crédito interno neto del banco central, aunque también puede resultar de variaciones de sus activos internacionales netos.

ii) En caso de que la economía se vea sujeta a presiones inflacionarias mayores que las previstas, el Banco de México maneja su crédito interno para combatirlas. Al efecto considera a los indicadores siguientes:

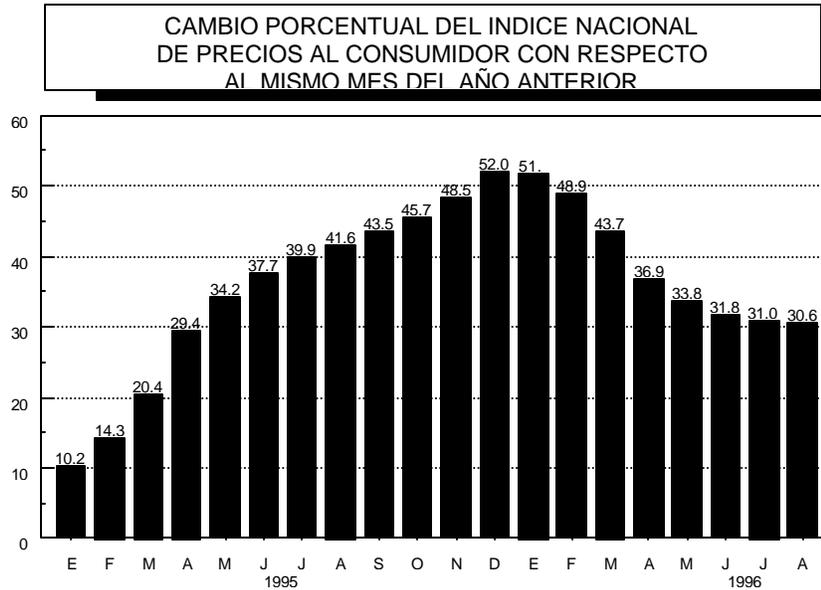
- Las desviaciones de la base monetaria respecto de la trayectoria que deba seguir para contribuir al logro del objetivo inflacionario.
- La evolución del tipo de cambio.
- Los resultados de encuestas sobre las expectativas inflacionarias del público y de los especialistas en la materia.
- La evolución de otros factores, tales como los precios al productor, las revisiones de contratos colectivos de trabajo, los resultados de la cuenta corriente y el saldo de la balanza de capitales.

Otra materia en la que el Banco de México pone gran atención es en que los apoyos crediticios que otorga al Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) y al Fondo de Apoyo al Mercado de Valores (FAMEVAL) no se traduzcan en expansión monetaria. Con este propósito, el Banco ha tenido el cuidado de esterilizar en su totalidad el efecto monetario de esos apoyos, mediante la contracción de otros renglones del crédito integrantes del primario, principalmente el otorgado a los bancos comerciales. La misma regla de esterilización se utiliza también para neutralizar el impacto monetario del manejo que la Tesorería de la Federación efectúa de su cuenta corriente en este instituto central, y, en su caso, de las variaciones de los activos internacionales netos.

El programa monetario para 1996 se ha venido aplicando conforme a lo planeado, y los resultados han sido positivos. A este respecto, es de destacarse lo siguiente:

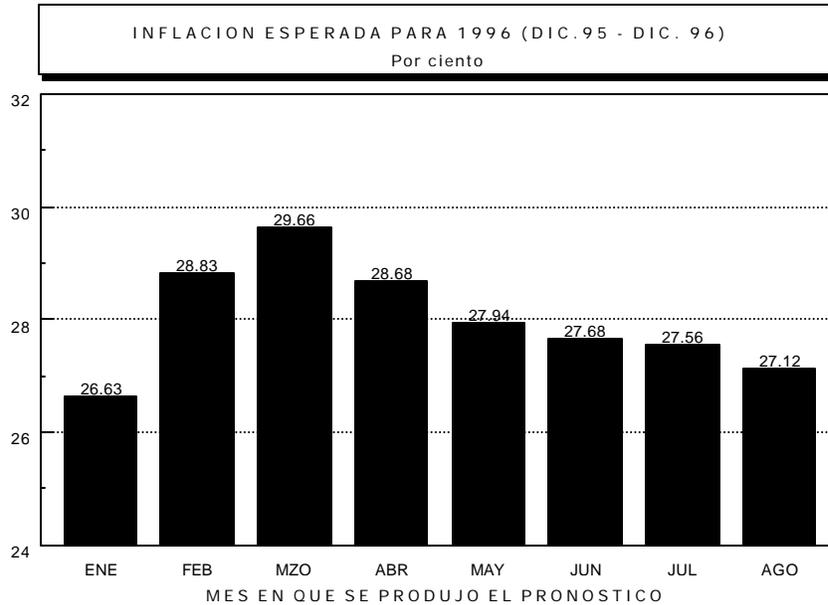
- a) Abatimiento de las presiones inflacionarias. La gráfica 24 muestra claramente la tendencia declinante de la inflación anual a partir de enero del presente año, medida con respecto al mismo mes del año anterior.

GRAFICA 24

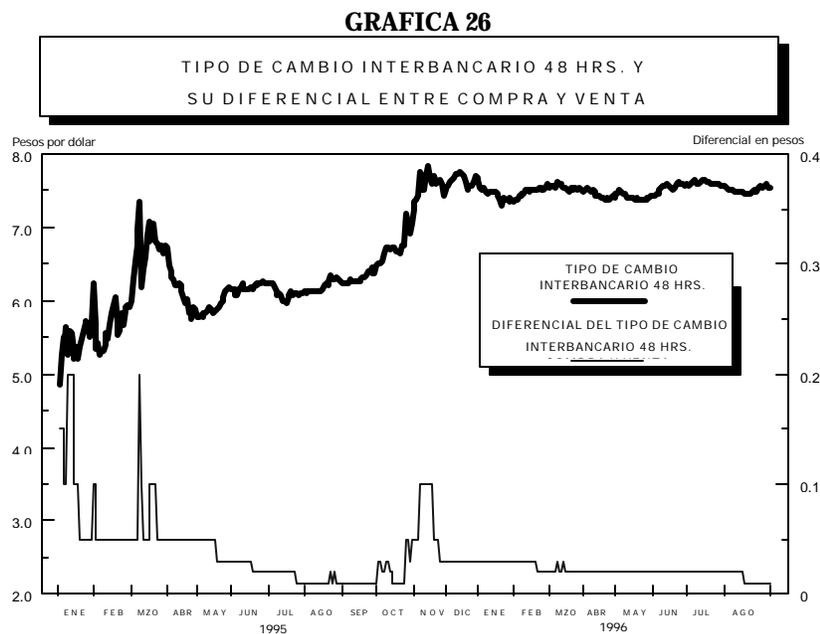


- b) Las expectativas de inflación se han ido ajustando a la baja. La gráfica 25 muestra la inflación esperada para el cierre de 1996 (diciembre de 1996 con respecto al mismo mes del año anterior) por parte de analistas encuestados por Banco de México. Es patente la tendencia decreciente de este pronóstico a partir de marzo. La aplicación estricta del programa monetario, la disciplina en las finanzas públicas, la relativa estabilidad del tipo de cambio, así como el comportamiento mesurado de los salarios contractuales han sido factores clave en la determinación de las expectativas inflacionarias del público.

GRAFICA 25

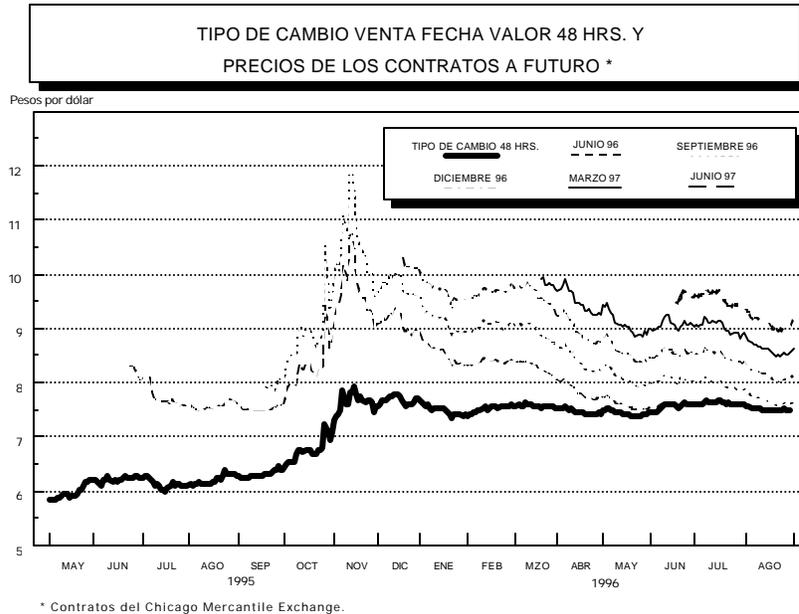


- c) Evolución estable del tipo de cambio. En la gráfica 26 se puede observar que, a partir del nivel exageradamente depreciado que alcanzó al final de 1995, la moneda nacional se apreció considerablemente con respecto al dólar de los EE.UU.A. en el lapso comprendido de diciembre de 1995 a febrero de 1996. Posteriormente el tipo de cambio ha mostrado una considerable estabilidad, fluctuando por lo general en un rango de 7.40 pesos por dólar a 7.60 pesos por dólar, salvo por contadas ocasiones en las cuales dicho precio se ha cotizado tanto por arriba como por debajo de ese intervalo.



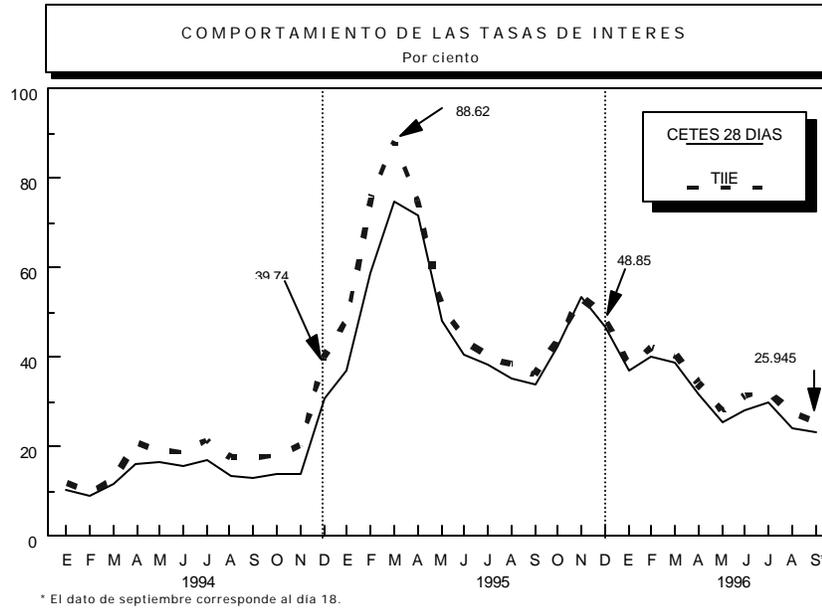
Asimismo, pueden mencionarse dos factores adicionales que reflejan la mayor estabilidad del mercado cambiario. Primero, el diferencial entre las cotizaciones de compra y venta del dólar en el mercado interbancario se ha estrechado a un centavo (ver gráfica 26). Segundo, la volatilidad de los precios a futuro del peso mexicano en todos sus plazos se ha reducido considerablemente, además que los precios citados han mantenido una tendencia general a la baja desde enero del presente año (ver gráfica 27).

GRAFICA 27



- d) Declinación de las tasas de interés. Como resultado del abatimiento de la inflación, del ajuste a la baja de las expectativas inflacionarias y de la relativa estabilidad del tipo de cambio, las tasas de interés se han reducido de manera considerable durante el periodo enero-agosto de 1996. De hecho, como lo muestra la gráfica 28, la tasa de interés interbancaria de equilibrio (TIIE), una de las más representativas del estado del mercado de dinero, correspondiente al 18 de septiembre es prácticamente la mitad que la registrada al inicio del año en curso.

GRAFICA 28



De lo anterior se puede concluir que los objetivos planteados para la política monetaria se han alcanzado substancialmente. Asimismo, que las condiciones establecidas son propicias para que en los próximos meses continúe avanzando el proceso de estabilización.

* * *

Con un régimen cambiario de flotación como el vigente en México, el banco central puede conducir su política monetaria con la ayuda de objetivos intermedios definidos ya sea en términos de un agregado monetario o de alguna tasa de interés que sirva de referencia usual para operaciones financieras. Como ya se explicó, en el caso mexicano se considera como objetivo intermedio a la base monetaria, que es prácticamente equivalente a los billetes y monedas en circulación.

Una consecuencia muy importante de este arreglo monetario es que tanto el tipo de cambio como las tasas de interés quedan determinados fundamentalmente por las fuerzas del mercado. Por tanto, cuando las condiciones cambian, el mercado decide la distribución del ajuste entre el tipo de cambio y las tasas de interés, lo que a su vez proporciona información valiosa para propósitos de política monetaria (por ejemplo, sobre las expectativas inflacionarias). Este factor evita al Banco de México el tener que adivinar cual es la combinación apropiada de tasas de interés y tipo de cambio para lograr el restablecimiento del equilibrio en los mercados.

Durante el presente año, los participantes de los mercados financieros han respondido a la nueva información de tal forma que las tasas de interés se han ajustado proporcionalmente más que el tipo de cambio. La estabilidad que este último precio ha mostrado durante los ocho primeros meses de 1996 ha sido el resultado del comportamiento del mercado. Sin embargo, lo anterior no significa que en algunas ocasiones el Banco de México no trate de influir, a través de su postura de política monetaria, tanto en las tasas de interés como en el tipo de cambio. Esto, con el objeto de coadyuvar al logro de la meta de inflación y para ordenar las condiciones prevalecientes en los mercados cambiario y de dinero. Aunque es pertinente hacer la aclaración que las citadas intervenciones del Banco de México no tienen la intención de determinar o defender niveles particulares del tipo de cambio o de las tasas de interés.

Las intervenciones del Banco de México en el mercado de dinero se han llevado a cabo principalmente mediante ajustes al objetivo del saldo acumulado de las cuentas corrientes que el instituto emisor lleva a los bancos comerciales. Como se recordará, en marzo de 1995 el instituto central decidió adoptar un esquema de encaje llamado de encaje promedio cero, para manejar con mayor flexibilidad las condiciones bajo las cuales otorga su crédito interno neto. Mediante dicho esquema, 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, deben ser compensados, dentro de periodos de 28 días, con la constitución en otros días de saldos acreedores en esas mismas cuentas

de por lo menos igual monto. El incumplimiento de algún banco con la condición descrita, lo hace acreedor a una penalización, que se determina con base en el monto del faltante acumulado y de una tasa penal de dos veces la tasa vigente de Cetes a 28 días. Cabe mencionar que para evitar que el citado esquema 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 negativos¹² de las cuentas de las instituciones de crédito que califican para el promedio mensual.

El esquema descrito facilita la conducción de la política monetaria. Así, por ejemplo, si en determinadas circunstancias conviene presionar las tasas de interés al alza, el Banco de México induce un sobregiro de la banca en las cuentas corrientes que les lleva¹³. Para evitar la penalización, las instituciones de crédito tratan de generar excedentes de efectivo que puedan depositar en el banco central. Para hacerse de la liquidez requerida, los bancos deben contraer su crédito y/o atraer nuevos depósitos. Cualquiera de estas acciones propicia el alza de las tasas de interés. Más aún, la experiencia reciente indica que los incrementos de las tasas de interés en respuesta de un “corto” en la cuenta acumulada de la banca es prácticamente inmediato, pues el mercado se anticipa a las consecuencias lógicas de toda la secuencia de eventos que esa medida de política desencadena y que por si mismos determinarían un aumento de las tasas. Este aumento, a su vez, tiene efectos sobre el tipo de cambio, los flujos de capital, el gasto del público y, a la postre, sobre la inflación.

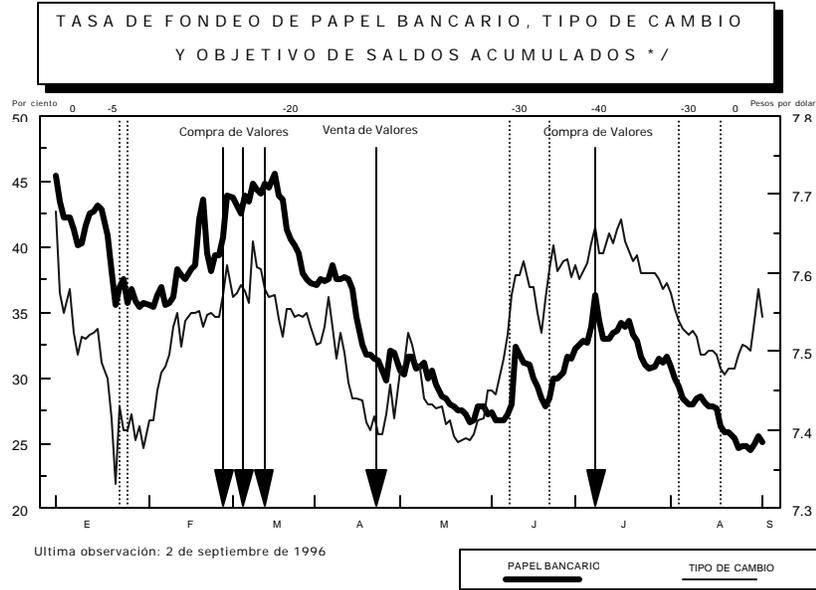
Durante 1996, se pueden identificar dos episodios principales, y otros dos menores asociados a aquéllos, en los que el Banco de México decidió ajustar el objetivo del saldo acumulado de las cuentas corrientes que le lleva a la banca (ver gráfica 29).

¹² Cuando una institución de crédito muestra al final del día un sobregiro mayor al límite a los saldos negativos, por el sobregiro en exceso al citado límite se le cobra inmediatamente la penalización de dos veces Cetes.

¹³ Este sobregiro puede ser fácilmente inducido si el Banco de México no repone en su totalidad los vencimientos, que ocurren casi a diario, de los créditos que previamente ha otorgado a los bancos comerciales.

- a) Finales de enero de 1996. Durante ese mes, los flujos de capitales del exterior fueron considerables, lo que provocó una apreciación del tipo de cambio y una reducción sumamente rápida de las tasas de interés. La velocidad de ajuste a la baja de las tasas de interés fue objeto de preocupación para el Banco de México, pues de continuar aquélla no serían sostenibles los niveles de las tasas, pudiendo dar lugar a un rebote de éstas y a inestabilidad en el mercado cambiario. Este instituto central respondió a estas circunstancias dejando ligeramente “corto” al sistema. Por tanto, esta acción se llevó a cabo con el objeto de mantener condiciones ordenadas en el mercado de dinero.

GRAFICA 29



* El objetivo de saldos acumulados de las cuentas corrientes de la banca con Banco de México se muestran en la parte superior de la gráfica.

- b) Junio de 1996. En ese entonces, el Banco de México decidió aumentar el objetivo del sobregiro acumulado de la banca, debido a que la incertidumbre sobre la política monetaria de los Estados Unidos provocó aumentos considerables de las tasas de interés de los bonos de Tesoro de los EE.UU.A. a 30 años, lo que a su vez derivó en una considerable y rápida depreciación de la moneda nacional (la sorprendente relación entre el tipo de cambio del peso con respecto a dólar y la tasa de interés de los bonos americanos a 30 años se muestra en la gráfica 30). En ese momento, se juzgó conveniente tratar de moderar la tendencia al alza que estaba mostrando el tipo de cambio, debido a que ésta podría haber dado lugar a acciones especulativas que a su vez habrían acelerado la depreciación de la moneda nacional, llevando al valor de ésta a niveles incongruentes con la situación fundamental de la economía, causando grandes presiones inflacionarias y traduciéndose en incrementos de las tasas de interés mayores a las que se dieron.

Así pues, en este episodio la motivación que tuvo el banco central para ajustar su postura de política monetaria fue la de evitar condiciones desordenadas en el mercado cambiario y evitar presiones inflacionarias futuras.

Una vez que desaparecieron las condiciones que dieron lugar al aumento del “corto” de la banca, el Banco de México regresó su postura de política monetaria a la neutralidad. Esto sucedió durante la segunda quincena de agosto.

GRAFICA 30



Con el objeto de procurar condiciones ordenadas en el mercado de dinero, el Banco de México también efectuó en algunas ocasiones operaciones extraordinarias de compra venta de valores gubernamentales. El instituto central esterilizó el impacto monetario de este tipo de transacciones, por lo que el efecto final de éstas se reduce fundamentalmente a facilitar el ajuste de composición de la cartera de valores de los agentes económicos. En este sentido, el Banco de México decidió comprar valores gubernamentales a plazos relativamente largos

(mayores a seis meses) en épocas en que el deseo del mercado de deshacerse de los papeles estaba presionando al alza de manera artificial las tasas de interés a todos los plazos. Esto sucedió durante la primera quincena de marzo y durante la primera semana de julio (ver gráfica 29). También se presentó una situación en que el apetito del mercado por valores gubernamentales estaba presionando en demasía las tasas de interés a la baja. En esta ocasión, que se presentó a finales de abril, el Banco de México vendió de manera extraordinaria valores gubernamentales (ver gráfica 29).

* * *

En el periodo enero-julio de 1996, el Banco de México se abstuvo de intervenir en el mercado cambiario¹⁴.

En la “Exposición sobre la Política Monetaria para 1996”, que el Banco de México dio a conocer en enero, se anticipaba la posibilidad de que la Institución adquiriera, en su caso, divisas en el mercado, cuidando de no presionar al tipo de cambio de manera indeseable y de no enviar señales que pudieran interpretarse en forma errónea por los agentes económicos. Desde entonces se estimó que la disponibilidad de un monto mayor de activos internacionales contribuiría a lograr mejoras ulteriores en el costo y el plazo del financiamiento externo.

A finales de julio de 1996, la Comisión de Cambios, integrada por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México, y a cuyo cargo está la determinación de la política cambiaria del país, consideró que era conveniente aumentar el nivel de las reservas de divisas del instituto emisor. Ello, no obstante que para entonces el plazo promedio de los vencimientos de la deuda externa había sido extendido, el monto de los activos internacionales netos del

¹⁴ Con frecuencia se dice, erróneamente, que 1995 se caracterizó por continuas intervenciones del Banco de México en el mercado cambiario. Procede recordar que de marzo al 31 de diciembre de 1995, el Banco de México intervino sólo en cinco ocasiones, con motivo de las situaciones de extremado desorden que se dieron en el mercado cambiario en algunos días de los últimos meses de ese año.

Banco de México se había incrementado¹⁵ y la posición crediticia del país en los mercados internacionales había mejorado notablemente.

La Comisión consideró asimismo, que una acumulación adicional de reservas se podía lograr en lo sucesivo sin causar trastornos, por el desempeño favorable que, en general, el mercado cambiario nacional había venido mostrando durante el año en curso.

Si bien la Comisión estimó conveniente y oportuna la mayor acumulación de reservas internacionales, también advirtió la importancia de que ella se lograra mediante un esquema que favorezca las compras del instituto emisor cuando el mercado esté ofrecido y las inhíba cuando esté demandado. Pero, sobre todo, que se logre mediante una fórmula que no altere la naturaleza del régimen vigente de flotación, una de cuyas características principales es no predeterminar el nivel del tipo de cambio.

El esquema que se decidió adoptar para alcanzar los propósitos señalados consiste en lo siguiente:

a) El Banco de México subasta el último día hábil de cada mes entre las instituciones de crédito, derechos de venta de dólares al propio Banco. Estos derechos se pueden ejercer total o parcialmente dentro del mes inmediato siguiente al de la subasta respectiva.

b) Los tenedores de los derechos pueden vender dólares al Banco de México al tipo de cambio interbancario de referencia determinado el día hábil inmediato anterior, cuando dicho tipo de cambio no es mayor a su promedio de los veinte días hábiles inmediatos anteriores al día del ejercicio de los derechos respectivos.

¹⁵ Por virtud de las transacciones que este instituto central efectúa habitualmente con Pemex y el Gobierno Federal.

El efecto expansivo sobre la base monetaria de las compras de moneda extranjera que efectúe el Banco de México, es compensado por esta Institución. De esta manera, la evolución de la oferta de dinero primario no resulta modificada por las operaciones referidas.

Cabe recordar que, independientemente de las divisas que el Banco de México adquiere mediante el mecanismo descrito, el Gobierno Federal sigue contribuyendo en la medida de sus posibilidades al incremento de las reservas internacionales del Banco de México. Ello, mediante las ventas al instituto emisor de divisas provenientes de la contratación de crédito del exterior que dicho Gobierno hace dentro de los límites que al respecto ha establecido el H. Congreso de la Unión.

El mecanismo descrito entró en operación en agosto de 1996. En ese mes, el monto total de opciones de venta se ejercieron, razón por la cual este instituto central adquirió 130 millones de dólares de los bancos comerciales. En vista de la buena acogida que tuvo el mecanismo y de los favorables resultados de la primera colocación de las opciones referidas y de su ejercicio, a finales de agosto la Comisión de Cambios resolvió incrementar, a 200 millones de dólares por mes, el monto de los derechos a subastarse. En la subasta celebrada el 30 de agosto de 1996, se colocó la totalidad de las opciones ofrecidas, de las cuales se habían ejercido 165 millones al 18 de septiembre.

II.2 Evaluación del Programa Monetario.

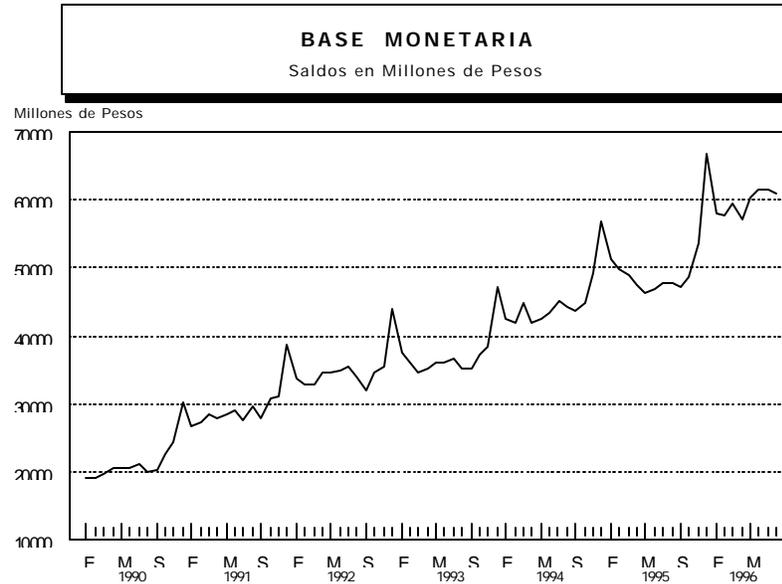
a) Comportamiento de la base monetaria durante 1996.

En el periodo enero-agosto de 1996, la base monetaria se contrajo al igual que los billetes y monedas en circulación en 5,825 m.p. La coincidencia entre estas dos cifras se explica porque bajo el régimen de encaje promedio cero, los bancos no requieren de conservar

depósitos en el banco central, salvo para compensar los sobregiros en que incurran. Así, el comportamiento de la base monetaria en el citado lapso dependió en su totalidad de la evolución de los billetes y monedas en circulación.

Como es sabido, la demanda de billetes y monedas muestra a lo largo de todos los años una estacionalidad muy marcada. Año tras año, el saldo nominal de los billetes y monedas en circulación se contrae durante los primeros meses para después permanecer relativamente estable hasta finales de octubre (ver gráfica 31). En el último bimestre de cada ejercicio tiene lugar una gran expansión de la demanda de esos medios de pago, debido en especial a los aguinaldos y bonos de fin de año y a la concentración en esa época de una proporción muy elevada de los gastos de las familias y de las empresas. La fuerte demanda de billetes y monedas que se produce hacia finales de todos los años se revierte, cuando menos parcialmente, a partir de enero del ejercicio siguiente. Para deshacerse entonces del exceso de billetes y monedas, el público lo deposita en los bancos y éstos, a su vez, lo devuelven al banco central.

GRAFICA 31



Si por factores estacionales disminuye la demanda de base, el Banco de México deberá contraer el crédito interno neto¹⁶. De otra manera, la referida disminución de la demanda daría lugar a un exceso de oferta de dinero que se traduciría en presión cambiaria y, ulteriormente, inflacionaria. Debe quedar claro que tal contracción del crédito primario no estaría dirigida a crear una estrechez monetaria. Mediante esa acción, sólo se procuraría conservar el equilibrio en el mercado de dinero, sin afectar el nivel de las tasas de interés.

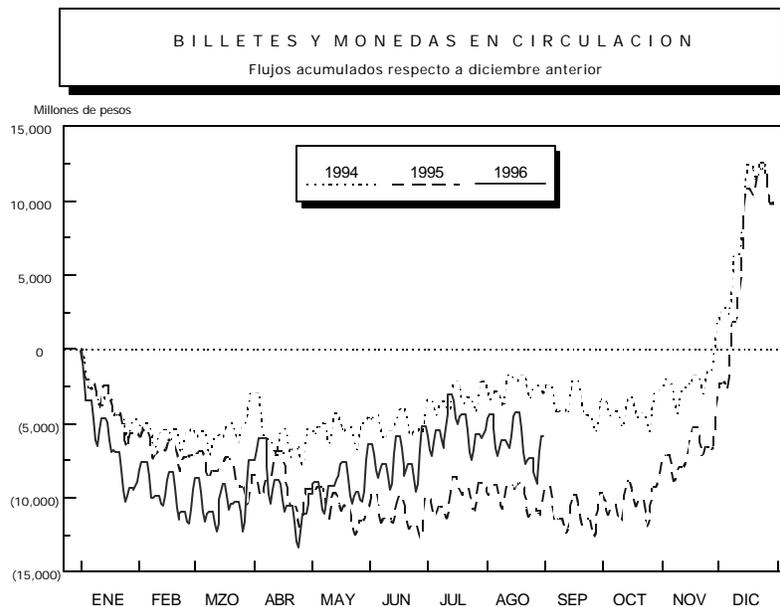
Al considerarse el comportamiento de los billetes y monedas en circulación durante 1996, es posible constatar que dicho comportamiento ha seguido un patrón muy similar al de los años anteriores (ver gráfica 32). La diferencia más marcada entre la evolución de dicho agregado en 1996 con respecto a la correspondiente de 1995, es que en el periodo

¹⁶ Esto puede no ser necesario si en esa época disminuyen los activos internacionales netos del banco central.

marzo-agosto de 1996 la caída de la base fue más pequeña en comparación con su equivalente del mismo lapso del año pasado. Esto es atribuible al menor nivel de las tasas de interés, al mayor ritmo de crecimiento económico y a una masa salarial más cuantiosa durante los meses transcurridos del presente año.

Con fundamento en los pronósticos para 1996 de crecimiento económico, de tasas de interés, de inflación y de masa salarial, el Banco de México anticipó en diciembre pasado un aumento de demanda de base monetaria de 18,000 millones de pesos para todo el año. A partir de ese pronóstico, se determinaron los límites trimestrales de crecimiento del crédito interno neto. La evolución mostrada por la base monetaria hasta la fecha ha sido congruente con su trayectoria esperada.

GRAFICA 32



Es pertinente advertir que para el último bimestre de 1996, es previsible un aumento sustancial de la base monetaria. Ese incremento tendrá su origen en una mayor demanda estacional de billetes y monedas que, como ya fue explicado, siempre se observa en esa parte de cada

año. En su momento la acción crediticia del banco central se limitará a satisfacer esa mayor demanda de base, por lo que de ninguna manera deberán interpretarse esas acciones como signo de un relajamiento de la política monetaria.

b) Comportamiento de los activos internacionales netos.

En el lapso comprendido de finales de diciembre de 1995 a finales de agosto de 1996, los activos internacionales netos aumentaron 3,735 millones de dólares (m.d.). Este incremento ha sido mucho mayor que el anticipado al momento de elaborar el programa monetario para el año. Varias razones explican esa importante acumulación de activos internacionales (ver cuadro 17): (a) Ingresos netos extraordinarios por operaciones con PEMEX, derivados del aumento mostrado por el precio de la mezcla mexicana de crudo de exportación; y (b) el éxito que ha tenido el Gobierno Federal en la colocación de nuevas emisiones de valores públicos en el exterior. Esto último permitió que el Banco de México efectuara durante el primer trimestre del año sin afectar mayormente los activos internacionales netos la amortización de 1,457 m.d del saldo correspondiente a los apoyos recibidos por este instituto emisor de las autoridades financieras de Estados Unidos y Canadá.

CUADRO 17
FACTORES QUE DETERMINAN EL FLUJO DE ACTIVOS
INTERNACIONALES NETOS
 -Flujos acumulados en millones de dólares-

CONCEPTO	1995	1996		
		ENE-MZO	ENE-JUN	ENE-AGO
I TOTAL	-2,761.5	1,775.1	1,631.1	3,735.0
II. OPERACIONES CON EL SECTOR PUBLICO	-3,013.3	3,731.5	3,627.7	5,547.2
A. INGRESOS NETOS DE PEMEX	6,185.3	1,845.8	4,087.5	5,535.6
B. DEUDA EXTERNA	7,669.5	2,422.9	346.1	1,039.5
1. CAPITAL	11,952.2	3,187.6	2,726.5	4,257.3
2. INTERESES	-4,282.7	-764.7	-2,380.4	-3,163.8
C. TESOBONOS	-15,854.9	-151.4	-151.4	-151.4
D. BANCA DE DESARROLLO 1/	-1,013.2	-385.8	-654.5	-930.5
1. INTERESES	-1,013.2	-385.8	-654.5	-930.5
III. OPERACIONES DEL BANCO DE MEXICO	773.7	-1,643.4	-1,802.4	-1,844.6
1. FONDO DE ESTABILIZACION	1,377.3	-1,476.2	-1,476.2	-1,476.2
CAPITAL	1,451.8	-1,457.1	-1,457.1	-1,457.1
INTERESES	-74.5	-19.1	-19.1	-19.1
2. F.M.I.	-603.6	-167.2	-326.2	-498.4
INTERESES	-603.6	-167.2	-326.2	-498.4
3. ACUMULACION MEDIANTE OPCIONES	0.0	0.0	0.0	130.0
IV. OTRAS TRANSACCIONES 2/	-521.9	-313.0	-194.2	32.4

1/ Se refiere al pago de intereses de la Deuda Externa incurrida por la Banca de Desarrollo para el uso del Gobierno Federal.

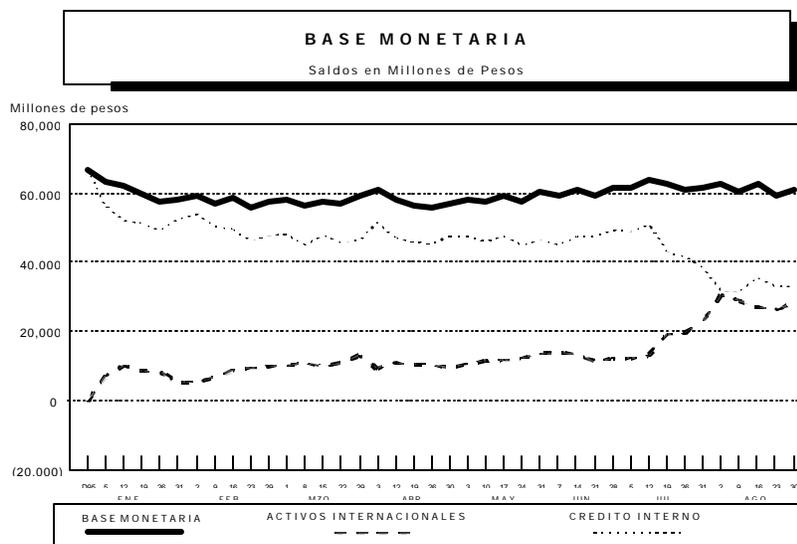
2/ En enero de 1996 incluye 400 millones de dólares pagados a la Banca de Desarrollo y 45 millones de intervención en el cambiario, la cual fue concertada el 29 de diciembre de 1995 con fecha valor del 3 de enero de 1996.

c) Comportamiento del crédito interno neto.

En el periodo enero-agosto de 1996 el crédito primario mostró una reducción de 34,480 m.p.. Cabe señalar que los límites correspondientes al primero y segundo trimestres para las variaciones del crédito interno neto se respetaron con un amplio margen.

El crédito interno neto se define como la diferencia entre el monto de la base monetaria y el de los activos internacionales netos. Por tanto, el comportamiento de ese agregado se explica por la evolución tanto de la base monetaria como de los activos internacionales netos. En el lapso enero-agosto de 1996, el crédito interno neto cayó en mayor proporción que la propia base monetaria (ver gráfica 33), debido al aumento mucho mayor al anticipado de los activos internacionales netos.

GRAFICA 33



Es importante enfatizar que el descenso del crédito interno neto no implica restricción monetaria en la medida que esté compensando por aumento de los activos internacionales netos. Ambos conceptos deben combinarse para producir la trayectoria deseada de la base monetaria. Por esta consideración es que se ha puesto un límite y no una meta al aumento del crédito interno.

II.3. Evolución de los Agregados Monetarios

Base Monetaria

De diciembre de 1995 a agosto de 1996, el saldo de la base monetaria se redujo por motivos estacionales 5.8 miles de millones de pesos (m.m.p.). Dicha contracción coincide con la del agregado billetes y monedas en circulación (ver cuadro 18).

CUADRO 18
BASE MONETARIA

SalDOS nominales en miles de millones de pesos				
	DIC. 94	AGO. 95	DIC. 95	AGO. 96
BASE MONETARIA	56.9	47.7	66.8	61.0
Billetes y monedas en circulación	56.9	47.6	66.8	61.0
en poder del público	51.9	43.5	60.7	55.2
caja de los bancos	5.0	4.1	6.1	5.8
Depósitos de la banca en cuenta corriente	0.0	0.1	0.0	0.0

En la sección II.2. de este documento se presenta una descripción detallada del comportamiento de los billetes y monedas en circulación durante el periodo enero-agosto de 1996, así como de la base monetaria y sus componentes vistos del lado de las fuentes¹⁷ (crédito interno neto y reservas internacionales del Banco de México), razón por la cual la evolución de esos agregados no se analiza en este apartado.

Medio Circulante (M1).

El medio circulante (M1) está integrado por dos conceptos: billetes y monedas en poder del público (del total de billetes y monedas en circulación se excluye la caja de los bancos) y saldo total de las cuentas de cheques, incluyendo las denominadas en moneda nacional y en moneda extranjera. En el periodo diciembre-julio de 1996, el medio circulante aumentó 19.1 m.m.p. (descontando el efecto de la variación del tipo de cambio sobre el equivalente en pesos de las cuentas de cheques en moneda extranjera). Este comportamiento se explica por una contracción de 4.7 m.m.p. en los billetes y monedas en poder del público y un aumento sustancial de 23.8 m.m.p. en los saldos de las cuentas de cheques (ver cuadro 19 y gráfica 34).

CUADRO 19

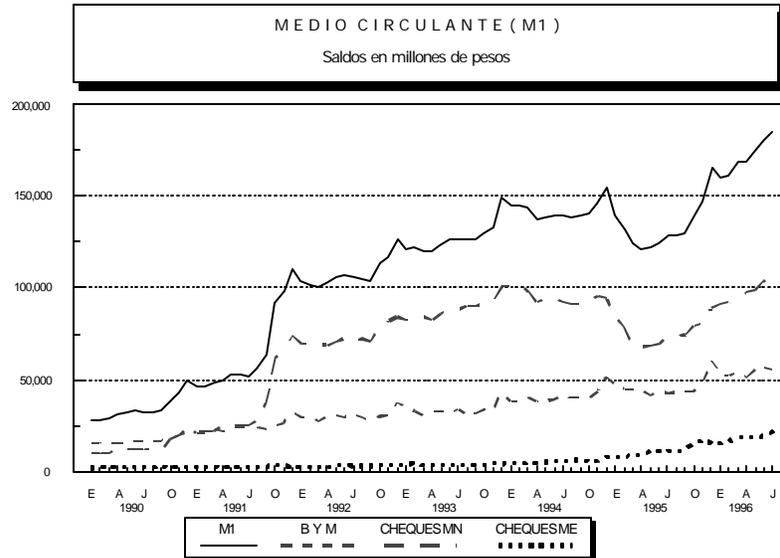
¹⁷ La base monetaria por el lado de sus usos, está compuesta de billetes y monedas en circulación y depósitos de las instituciones de crédito en el banco central (ya sean voluntarios u obligatorios).

MEDIO CIRCULANTE (M1)

	M1	BILLETES Y MONEDAS EN EL PUBLICO	CUENTAS DE CHEQUES		
			TOTAL	MONEDA NACIONAL	MONEDA EXTRANJERA
SALDOS (M.M.P.)					
Dic. 1994	154.5	51.9	102.6	94.2	8.5
Jul. 1995	128.5	43.2	85.3	74.0	11.4
Dic. 1995	165.4	60.7	104.7	89.0	15.8
Jul. 1996	184.5	56.0	128.5	106.3	22.3
FLUJOS EFECTIVOS (M.M.P.) 1/					
<i>Acumulado de:</i>					
Dic. 1994 - Jul. 1995	-27.1	-8.7	-18.4	-20.2	1.8
Dic. 1995 - Jul. 1996	19.1	-4.7	23.8	17.3	6.5
<i>Anual</i>					
Dic. 1995 - Dic. 1996	6.5	8.8	-2.3	-5.2	2.9
Jul. 1995 - Jul. 1996	52.7	12.8	40.0	32.3	7.7
TASAS DE CRECIMIENTO					
(% Anual) 1/					
Jul. 1995	-11.1	3.5	-17.4	-19.7	25.5
Dic. 1995	7.1	16.9	2.0	-5.5	85.9
Jul. 1996	43.6	29.6	50.6	43.7	95.6

1/ Excluye el efecto que causan las variaciones del tipo de cambio sobre los saldos denominados en moneda extranjera.

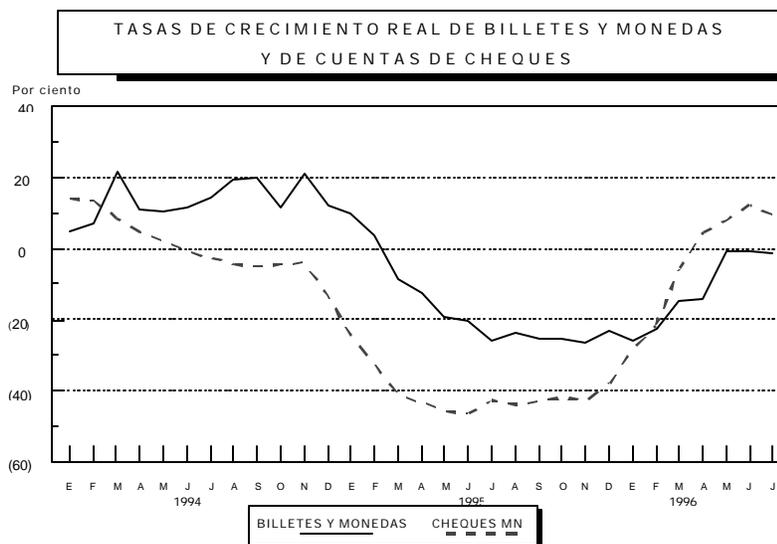
GRAFICA 34



∟ Para obtener los billetes y monedas en poder del público, al monto de los billetes y monedas en circulación se le resta la caja de los bancos.

Durante el lapso de diciembre a julio de 1996, se aceleró considerablemente la tasa de crecimiento anual en términos reales de M1. La tasa de variación de ese agregado a julio de 1996 con respecto al mismo mes de 1995 alcanzó 9.6 por ciento, después de que en el último año mencionado dicho indicador mostró una tasa de variación anual de -29.6 por ciento en términos reales. El repunte en el medio circulante expresado en cantidades reales es atribuible principalmente a un incremento real de 15 por ciento en las cuentas de cheques (en el periodo julio de 1996- julio de 1995), ya que de julio de 1995 a julio de 1996 los billetes y monedas en poder del público continuaron mostrando contracción (-1.1 por ciento en términos reales; ver gráfica 35).

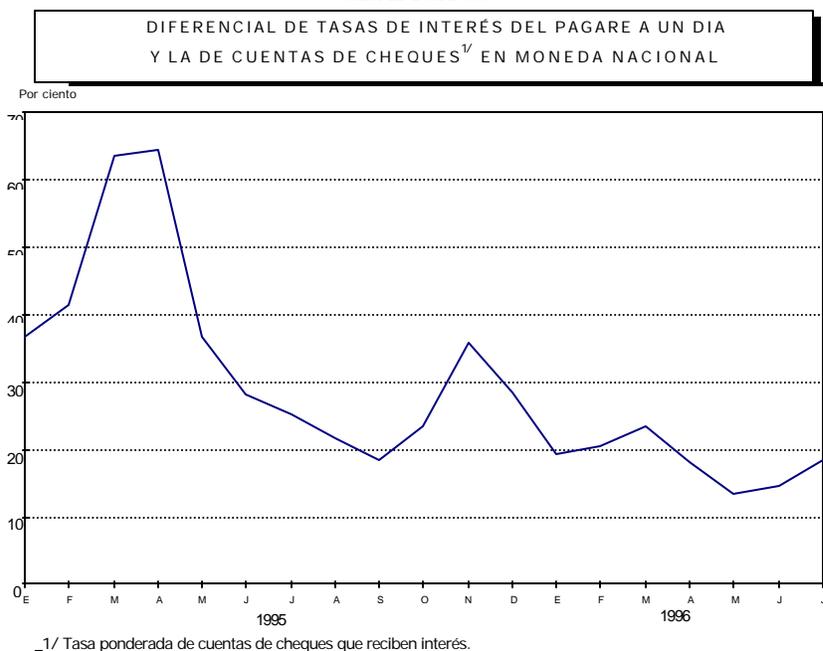
GRAFICA 35



Durante los meses transcurridos de 1996, las cuentas de cheques en moneda nacional reportaron una sensible recuperación, en particular las de las empresas (ver cuadro 20). Esto es atribuible a los siguientes factores:

i) El diferencial del rendimiento de las cuentas de cheques en moneda nacional con respecto al ofrecido por otros instrumentos de corto plazo se estrechó considerablemente, al pasar de 35.3 puntos en promedio en 1995 a 18.3 puntos en julio de 1996 (ver gráfica 36).

ii) La favorable evolución mostrada durante ese lapso por el crecimiento económico, el empleo y el ingreso disponible de las personas.

GRAFICA 36

CUADRO 20
CUENTAS DE CHEQUES EN MONEDA NACIONAL
Tasas de Crecimiento Nominal Anual

	1995					1996						
	DIC-94	MAR	JUN	SEP	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL
TOTAL	-7.0	-29.0	-25.8	-18.4	-5.5	8.6	16.9	35.7	43.3	44.6	47.9	43.7
Empresas	4.0	-31.4	-22.2	-13.1	9.5	29.6	35.9	67.6	80.0	79.0	72.8	n.d.
Particulares	-12.7	-27.3	-28.3	-21.9	-14.8	-4.2	4.7	14.5	19.2	22.4	30.3	n.d.

Por su parte, durante 1996 el saldo de las cuentas de cheques en moneda extranjera continuó aumentando. Esta evolución es consecuencia, en buena parte, del mayor volumen de operaciones derivadas del comercio internacional.

Agregados Monetarios Amplios.

El agregado monetario M2 incluye al medio circulante (M1) y el saldo de los instrumentos bancarios de plazo menor a un año. En el agregado monetario M3 se incluye, además, el saldo de los instrumentos no bancarios (principalmente valores gubernamentales) de plazo menor a un año. El agregado más amplio, M4, se integra con M3 más el saldo de todos los instrumentos de plazo mayor a un año y los fondos del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) (ver cuadro 21).

CUADRO 21
AGREGADOS MONETARIOS M1, M2, M3 Y M4

	Miles de Millones de Pesos						Variación porcentual Jul.1995 - Jul.1996		
	Saldos Nominales			Saldos Nominales Ajustados 1/			Saldos Nominales	Saldos Reales	Saldos Nominales Ajustados
	Jul.95	Dic.95	Jul.96	Jul.95	Dic.95	Jul.96			
1. Billetes y monedas en poder del público	43.2	60.7	56.0	43.2	60.7	56.0	29.6	-1.1	29.6
2. Cuenta de cheques	85.3	104.7	128.5	80.2	96.3	120.2	50.7	15.0	49.8
3. M1 = (1+2)	128.5	165.4	184.5	123.4	157.0	176.1	43.6	9.6	42.7
4. Instrumentos bancarios a plazo hasta 1 año	379.3	451.5	500.7	342.9	399.0	448.4	32.0	0.8	30.7
5. M2 = (3+4)	507.8	616.9	685.2	466.3	555.9	624.5	35.0	3.0	33.9
6. Instrumentos no bancarios a plazo hasta 1 año	86.0	75.8	95.5	31.8	18.9	38.6	11.0	-15.3	21.6
7. M3 = (5+6)	593.8	692.7	780.7	498.1	574.9	663.1	31.5	0.3	33.1
8. Instrumentos bancarios y no bancarios a plazo mayor de un año más fondos del S.A.R.	160.7	187.3	222.4	148.6	170.9	206.0	38.4	5.6	38.7
9. M4 = (7+8)	754.4	880.1	1,003.1	646.6	745.8	869.1	33.0	1.5	34.4

1/ Saldos ajustados por el efecto de las variaciones del tipo de cambio sobre los saldos denominados en moneda extranjera.

Cuando las tasas de interés de los instrumentos de captación sufren cambios abruptos y no homogéneos, es de esperarse que se produzcan sustituciones entre los diferentes tipos de captación bancaria y no bancaria. Esto fue lo que sucedió en 1995 y lo que ha sucedido en lo que va de 1996. En el cuadro 22 puede observarse que de diciembre de 1994 a julio de 1996 disminuyeron las participaciones dentro de M4 de los billetes y monedas en poder del público, de las cuentas de cheques y, sobre todo, de los instrumentos no bancarios a plazo. En lo específico, el comportamiento de este último agregado respondió

fundamentalmente a la caída de la tenencia de valores gubernamentales por inversionistas extranjeros y al incremento menos que proporcional de las correspondientes a residentes nacionales. Por otro lado, cabe citar el aumento de la participación en M4 de la captación mediante instrumentos bancarios a todos los plazos, así como de los fondos del SAR, cuya participación se elevó de 5.5 por ciento a finales de 1995 a 7 por ciento en julio de 1996.

CUADRO 22
ESTRUCTURA DEL AGREGADO MONETARIO MAS AMPLIO
Por ciento del total

	DIC. 1994	JUL. 1995	DIC. 1995	JUL. 1996
1. Billetes y monedas en poder del público	7.1	5.7	6.9	5.6
2. Cuentas de cheques	14.1	11.3	11.9	12.8
3. M1 = (1+2)	21.2	17.0	18.8	18.4
4. Instrumentos bancarios a plazo hasta 1 año	39.8	50.3	51.3	49.9
5. M2 = (3+4)	61.0	67.3	70.1	68.3
6. Instrumentos no bancarios a plazo hasta 1 año	18.6	11.4	8.6	9.5
7. M3 = (5+6)	79.6	78.7	78.7	77.8
8. Instrumentos bancarios y no bancarios a plazo mayor de un año, más fondos del SAR	20.4	21.3	21.3	22.2
9. M4 = (7+8)	100.0	100.0	100.0	100.0

La tasa de crecimiento nominal del saldo de M4, una vez descontado el efecto de la variación del tipo de cambio sobre los saldos denominados en dólares, fue de 34.4 por ciento para el periodo de julio de 1995 a julio de 1996 (ver cuadro 23). En ese lapso, la tenencia en poder de residentes del país de títulos clasificados en el citado agregado monetario aumentó 8.4 por ciento en términos reales. Este comportamiento se explica principalmente por la recuperación del crecimiento económico y el estímulo a la inversión en activos financieros, como resultado de las relativamente altas tasas de interés reales.

CUADRO 23
AGREGADO MONETARIO AMPLIO (M4)

Saldos, flujos e incremento porcentual

	SALDOS NOMINALES (M.M.P.)			FLUJOS EFECTIVOS ANUALES (M.M.P.)			INCREMENTO PORCENTUAL ANUAL (Jul.96/Jul.95)		
	Jul.95	Dic.95	Jul.96	Jul.94 a	Dic.94 a	Jul.95 a	Saldos Nominales	Saldos Reales	Saldos Nominales Ajustados 1/
				Jul.95	Dic.95	Jul.96			
M4	754.4	880.1	1,003.1	34.3	98.1	222.5	33.0	1.5	34.4
Billetes y monedas	43.2	60.7	56.0	1.5	8.8	12.8	29.6	-1.1	29.6
Captación bancaria	540.5	643.1	730.6	78.1	134.6	166.5	35.2	3.2	34.1
Valores del gobierno	102.0	104.6	123.9	-63.1	-60.0	19.3	21.5	-7.3	40.4
Captación no bancaria	27.5	23.2	22.2	0.2	-5.1	-5.4	-19.5	-38.5	-19.5
Fondos del SAR	41.2	48.5	70.5	17.6	19.8	29.3	71.0	30.5	71.0
M4 en poder de residentes del país	654.1	794.7	929.1	126.8	210.2	263.0	42.1	8.4	42.1
M4 en poder de residentes del ext.	100.4	85.4	73.9	-92.5	-112.0	-40.5	-26.3	-43.8	-189.1

1/ Excluyen el efecto de las variaciones del tipo de cambio sobre los saldos denominados en moneda extranjera.

Financiamiento Interno Total de la Banca Comercial.

De julio de 1995 al mismo mes de 1996, el saldo del financiamiento interno total otorgado por la banca comercial se contrajo 11 por ciento en términos reales, incluyendo la cartera cedida por la banca a FOBAPROA y la traspasada a los fideicomisos creados al amparo del programa de reestructuraciones de créditos en UDIs.

CUADRO 24
FINANCIAMIENTO CANALIZADO POR LA BANCA COMERCIAL AL
SECTOR NO BANCARIO 1/

	S A L D O S (m.m.p.)				FLUJO	VARIACION	
	DIC. 94	JUL. 95	DIC. 95	JUL. 96	NOMINAL	PORCENTUAL	REAL
	DIC. 94	JUL. 95	DIC. 95	JUL. 96	DIC.95/ JUL.96	JUL.96/ DIC.95	JUL.96/ JUL.95
FINANCIAMIENTO TOTAL	639.9	722.7	810.4	842.6	32.2	-11.1	-11.0
1.CREDITO AL SECTOR NO BANCARIO	639.9	703.0	646.8	549.6	-97.2	-27.3	-40.3
1.a Sector privado 2/	613.1	653.9	618.6	536.8	-81.8	-25.8	-37.4
1.b Estados y municipios	15.2	12.3	6.0	3.3	-2.7	-52.9	-79.7
1.c Sector público no financiero	11.6	36.7	22.2	9.5	-12.7	-63.4	-80.3
2.TITULOS A CARGO DE FOBAPROA 3/	0.0	9.2	69.3	126.2	56.9	55.7	n.s
3.CETES ESPECIALES (REESTRUCTURAS EN UDIs) 4/	0.0	10.6	94.3	166.8	72.5	51.2	n.s
3.a Por cartera traspasada del sector privado	0.0	4.5	76.0	141.6	65.6	59.3	n.s
3.b Por cartera traspasada de estados y municipios	0.0	6.1	18.3	25.1	6.9	17.7	213.5
MEMORANDUM							
4.FINANCIAMIENTO TOTAL AL SECTOR PRIVADO(1.a + 2+3.a) 4/	613.1	667.6	764.0	804.6	40.7	-9.9	-8.0
4.FINANCIAMIENTO TOTAL A ESTADOS Y MUNICIPIOS(1.b + 3.b) 5/	15.2	18.4	24.2	28.4	4.2	0.3	17.7

1/ Incluye cartera vigente, vencida, redescontada, vendida a FOBAPROA, traspasada a los fideicomisos UDIs, intereses devengados vigentes y vencidos y el crédito de las agencias de bancos mexicanos en el exterior.

2/ Incluye empresas, particulares e intermediarios financieros no bancarios.

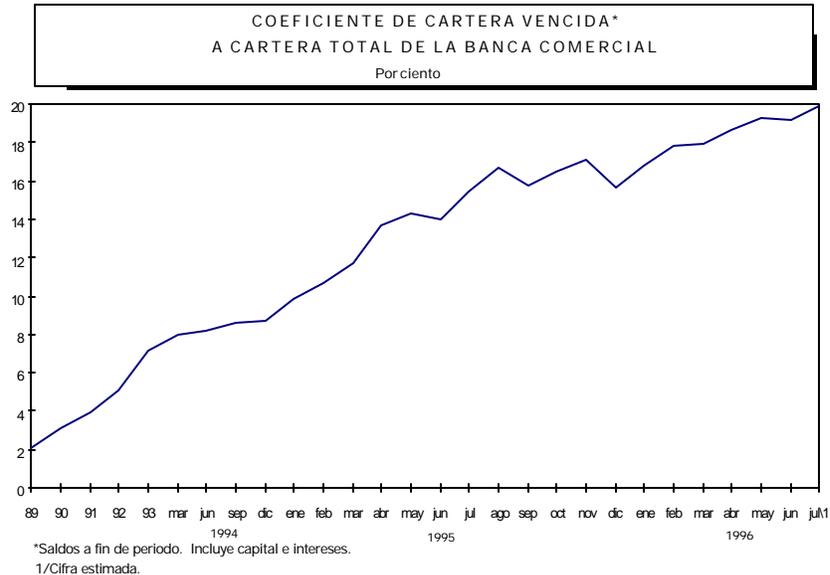
3/ Valores resultantes de la cesión de cartera a FOBAPROA.

4/ Valores resultantes de la transferencia de cartera a los fideicomisos UDIs.

5/ Incluye crédito y valores en poder de la banca comercial, más cartera cedida a FOBAPROA, más cartera traspasada a los fideicomisos UDIs.

La caída sufrida por el saldo real del financiamiento al sector privado fue causada por factores tanto de oferta como de demanda.

La oferta de fondos prestables en la economía se vio afectada considerablemente durante 1995 y el primer semestre de 1996 por la drástica reducción del financiamiento externo que sufrió el país, la cual no ha podido ser compensada totalmente por el aumento del ahorro financiero interno. Lo anterior provocó no sólo que el sistema bancario se viera en dificultades para otorgar nuevos créditos, sino incluso para mantener en términos reales el saldo de la cartera vigente. En adición, la percepción por parte de las instituciones de crédito de una capacidad de pago deteriorada de los usuarios potenciales del crédito ha limitado la oferta de fondos prestables en la economía. En el transcurso de 1996, el coeficiente de cartera vencida a cartera total de la banca comercial ha continuado creciendo, aunque a menor ritmo que en el pasado (ver gráfica 37). Ello, aunado a las elevadas tasas de interés activas, en términos reales, y al todavía cuantioso endeudamiento de empresas y familias, contribuyó a que el otorgamiento de financiamiento por parte de la banca disminuyera en términos reales.

GRAFICA 37

Es pertinente mencionar que el financiamiento a través de fuentes no bancarias también ha sido escaso. Ante la ausencia de inversionistas institucionales dispuestos a tomar en firme acciones o instrumentos de deuda en montos considerables, durante 1995 y el periodo transcurrido de 1996 la citada fuente de financiamiento no ha estado accesible sino para unas cuantas empresas.

Otro factor que ha contribuido a la caída en términos reales del financiamiento total al sector privado, ha sido la propia contracción de la demanda de crédito por parte de los agentes económicos. Las principales razones de lo anterior son las siguientes: 1) El elevado nivel de endeudamiento de un número significativo de personas y empresas, lo cual ha coartado su capacidad para asumir compromisos crediticios adicionales; 2) el alto nivel de las tasas de interés activas reales; 3) la caída de los salarios reales; 4) el desempleo, el cual si bien se ha reducido desde finales de 1995, aún continúa siendo alto; y 5) el hecho de que la

recuperación económica no se ha extendido todavía a todos los sectores productivos de la economía.

El crédito al consumo, sobre todo aquél canalizado a la adquisición de bienes duraderos, ha sido el renglón crediticio más afectado desde finales de 1994. En el periodo enero-junio de 1996, el saldo nominal de esta partida se redujo y su tasa de variación real (junio de 1996 con respecto al mismo mes de 1995) fue negativa en 35 por ciento. Los apoyos que se han otorgado a través de los fideicomisos de fomento han permitido que el crédito a la vivienda fuera el único rubro de financiamiento a las personas físicas capaz de registrar crecimiento en términos reales (ver cuadro 25). El flujo efectivo del financiamiento a empresas y personas físicas con actividad empresarial registrado de junio de 1996 a junio de 1995 (68.9 m.m.p.) se destinó mayoritariamente al apoyo de las empresas exportadoras.

CUADRO 25
FINANCIAMIENTO OTORGADO POR LA BANCA COMERCIAL
AL SECTOR PRIVADO 1/

	SALDOS A FIN DE MES (Miles de Millones de Pesos)			TASA DE CRECIMIENTO REAL ANUAL	
	JUN. 95	DIC. 95	JUN. 96	DIC.95/DIC.94	JUN. 96/JUN. 95
T O T A L (I+II+III)	660	771	807	-17.1	-7.3
I. Emp. y Personas Físicas con Actividad Empresarial (a+b)	451	533	559	-18.6	-6.1
a. Crédito	426	505	525	-19.0	-6.5
b. Valores	25	29	34	-10.0	1.8
II. Personas Físicas (a+b)	179	206	229	-11.4	-3.1
a. Consumo (1+2)	42	40	36	-43.6	-35.0
1. Tarjeta de Crédito	28	28	25	-40.8	-33.9
2. Bienes de Cons. Duradero	14	12	11	-49.1	-37.2
b. Vivienda	138	166	193	2.8	6.6
III. Inter. Financ. no Bcarios.	29	31	18	-25.1	-52.1

1/ Incluye cartera vigente, vencida, redescontada e intereses devengados, la cartera traspasada FOBAPROA y a los fideicomisos creados para administrar los créditos reestructurados en UDIs.

Es pertinente mencionar que la reducción del financiamiento interno en términos reales canalizado al sector privado no resulta del todo desfavorable. Esta reducción puede ser interpretada como una

manifestación parcial del hecho de que los diversos agentes económicos han estado corrigiendo su posición de sobreendeudamiento, lo cual coadyuva a sentar las bases para el crecimiento económico en el futuro.

Fuentes y Usos de Recursos de la Banca Comercial.

Durante los primeros siete meses de 1996, la banca comercial captó recursos del público por 73.7 m.m.p. (ver cuadro 26). Una fracción de los recursos así captados se canalizó a la amortización de financiamientos previamente recibidos del Banco de México (amortización de 13.4 m.m.p., la cual, en buena medida, estuvo determinada por la reducción estacional de la demanda de base monetaria), de la banca de desarrollo (3.7 m.m.p.) y del sector externo (12.9 m.m.p.). De lo anterior se obtiene un remanente de 44.8 m.m.p. En buena medida, estos recursos fueron utilizados para financiar al FOBAPROA para que éste, a su vez, pudiera financiar la cartera cedida a dicho fideicomiso, y para financiar los Cetes especiales que las instituciones de crédito recibieron a cambio de la cartera transferida a los fideicomisos creados al amparo del programa de reestructuraciones en UDIs.

CUADRO 26
FUENTES Y USOS DE RECURSOS DE LA BANCA COMERCIAL 1/
Miles de millones de pesos

	SALDOS		FLUJO NOMINAL
	DIC. 95	JUL. 96	JUL.96-DIC.95
FUENTES	833.6	878.9	45.3
Captación del público	566.6	640.3	73.7
Financiamiento interno recibido	172.9	157.4	-15.5
Banco de México	43.6	30.2	-13.4
Banca de desarrollo 2/	56.9	53.2	-3.7
Fobaproa	31.8	31.9	0.1
Fideicomisos de fomento 2/	40.6	42.1	1.5
Financiamiento recibido del exterior	94.1	81.2	-12.9
USOS	833.6	878.9	45.3
Disponibilidades 3/	34.3	28.0	-6.3
Financiamiento total	810.4	842.6	32.2
Financiamiento a sectores no bancarios	646.8	549.6	-97.2
Sector privado	618.6	536.8	-81.8
Sector público no financiero	22.2	9.5	-12.7
Estados y municipios	6.0	3.3	-2.7
Títulos a cargo de Fobaproa 4/	69.3	126.2	56.9
Cetes especiales	94.3	166.8	72.5
Otros conceptos netos 5/	-11.1	8.3	19.4

1/ Incluye agencias de bancos mexicanos en el exterior.

2/ Crédito directo más redescuentos.

3/ Incluye depósitos en Banco de México y en el exterior.

4/ Valores resultantes de la transferencia de cartera a los fideicomisos UDIS.

5/ Incluye créditos no sectorizados, más otros activos menos otros pasivos, capital y reservas.

II.4. Programas de Saneamiento Bancario y Apoyo a Deudores.

El Informe Anual del Banco de México correspondiente a 1995 contiene una descripción detallada de los programas de saneamiento bancario y de apoyo a los deudores adoptados hasta finales de ese año. Por tanto, esta sección se limita a informar sobre el progreso de dichos programas y a describir las medidas adicionales puestas en marcha durante 1996.

A. Programas de Apoyo a los Deudores.

A.1. Reestructuración de Créditos en Unidades de Inversión (UDIs).

La inflación es causa de un problema de mucha gravedad: la amortización acelerada y no pactada de los créditos, considerando su valor en términos reales. A fin de resolver este serio problema, se creó una unidad de cuenta llamada UDI, cuyo valor diario refleja el comportamiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor, aunque con un inevitable pero moderado retraso (25 días). Por consiguiente, el valor de los créditos denominados en UDIs permanece prácticamente constante en términos reales, tanto respecto del principal como de los intereses. Así, los créditos denominados en esas unidades quedan a salvo de la amortización acelerada provocada por la inflación.

En abril de 1995, el Gobierno Federal diseñó un programa para facilitar la reestructuración de numerosos créditos y su conversión a UDIs. Dicho programa respondió a la finalidad de resolver la problemática de créditos intrínsecamente sanos, cuyo servicio se dificultó por la volatilidad de la inflación y de las tasas de interés nominales a lo largo de 1995.

Dentro del programa original de reestructuración en UDIs de la cartera bancaria, se incluyeron en un inicio programas específicos para la planta productiva, la vivienda y los gobiernos de los Estados y Municipios. En noviembre de 1995, se adicionó otro programa con la finalidad de hacer posible la reestructuración y la conversión a UDIs de adeudos denominados en dólares de los EE.UU.A. de empresas establecidas en el país. En el cuadro 27 se muestran los avances de los diversos programas de reestructuración de créditos, tanto el de UDIs como de otros esquemas creados por la propia banca. Se estima que a mediados de agosto habían quedado reestructurados cerca del 80 por ciento de los créditos elegibles para ello.

CUADRO 27
CREDITOS REESTRUCTURADOS *
(Millones de pesos)

ESQUEMA	MONTO	MONTO DE LOS	AVANCE DE LOS
---------	-------	--------------	---------------

	REESTRUCTURADO (A)	PROGRAMAS (B)	PROGRAMAS (A/B)
Programa UDIs			
Planta Productiva	43,556	63,000	69.1
Edos. y Municipios	17,655	20,000	88.3
Vivienda	77,747	135,521	57.4
Créditos en Dólares	1,424		
Otros	1,540		
Total	141,921		
Esquemas Bancarios	82,012		
Reestructuraciones Totales	223,933		

* Cifras al 16 de agosto de 1996.

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores

Es pertinente mencionar que en mayo pasado se amplió el monto destinado para el programa de apoyo a la vivienda al elevarse de 57,700 millones de pesos a los 135,521 millones de pesos, actualmente en vigor. Esta ampliación coincidió con la puesta en marcha de un programa adicional de apoyo a créditos hipotecarios, cuya descripción se presenta más adelante.

A.2. Acuerdo de Apoyo Inmediato a Deudores de la Banca (ADE).

Este programa es producto del esfuerzo desplegado por el Gobierno Federal y los bancos de desarrollo y múltiples, para aliviar la difícil situación crediticia que ha afligido a muchas personas físicas y empresas deudoras. Mediante el ADE se ayuda principalmente a los deudores medianos y pequeños, a la vez que se facilita la reestructuración en UDIs de sus adeudos. El costo del programa será compartido por el Gobierno Federal y la banca, procurando que éste sea el menor posible y que su impacto se distribuya a través del tiempo.

El ADE beneficia a aquellos deudores de la banca que con anterioridad al 22 de agosto de 1995 tenían adeudos en moneda nacional o en UDIs por los siguientes conceptos: tarjeta de crédito, adquisición de bienes de consumo duradero, y créditos personales, hipotecarios, empresariales y agropecuarios.

Los beneficios que extiende el ADE incluyen un subsidio para las tasas activas con duración de un año. En la mayoría de los casos el

subsidio será aplicable de septiembre de 1995 a septiembre de 1996. Entre los apoyos que se brindan mediante este programa destacan la estandarización de los trámites de reestructura, y otros beneficios no pecuniarios, como la suspensión durante ciertos lapsos de las gestiones judiciales de cobro por parte de la banca.

Hasta el momento, el ADE ha cumplido con su objetivo principal, de fomentar la regularización y reestructuración de los adeudos. A este respecto es importante destacar que a principios de agosto de 1996 habían quedado reestructurados aproximadamente 1,900,000 adeudos, lo que representa el 90 por ciento del total previsto en este programa.

A.3. Programa Complementario de Apoyo para Créditos Hipotecarios.

Mediante este programa, puesto en marcha en mayo de 1996, se pretende beneficiar a deudores de créditos para la vivienda. La condición es que dichos créditos hayan sido otorgados con anterioridad al 30 de abril de 1996 y se reestructuren en UDIs a más tardar el 30 de septiembre de ese mismo año.

La implantación de este programa se hizo necesaria, debido a dos razones fundamentales: 1) aún en el caso de créditos hipotecarios ya reestructurados en UDIs, para un porcentaje considerable de acreditados las mensualidades continuaban absorbiendo un porcentaje muy elevado de su ingreso; y 2) la debilidad del mercado de vivienda ha llevado a que con frecuencia el valor de la propiedad hipotecada crezca a una menor velocidad que el principal de los financiamientos denominados en UDIs.

Este programa complementario incorpora un esquema de descuentos para los pagos programados para los próximos diez años, de conformidad con las tasas del cuadro 28. Dichos descuentos son sólo aplicables a los primeros 500,000 UDIs del saldo total de los adeudos.

CUADRO 28
**DESCUENTOS DEL PROGRAMA COMPLEMENTARIO
 DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS**

AÑO	DESCUENTO EN LOS PAGOS
1996	30%
1997	25%
1998	20%
1999	20%
2000	15%
2001	15%
2002	10%
2003	10%
2004	5%
2005	5%

Según el esquema, dichos descuentos son retroactivos a los pagos correspondientes al periodo enero-mayo de 1996. Adicionalmente, el esquema establece descuentos adicionales del 10 por ciento cuando se realicen pagos anticipados antes del 31 de mayo de 1999. El costo de estos descuentos será cubierto por el Gobierno Federal.

Por otro lado, a fin de facilitar la individualización de los créditos otorgados hasta el 1º de septiembre de 1995 para conjuntos de viviendas ya concluidos o en proceso de construcción, se tomó la determinación de hacer extensivos los descuentos descritos a los créditos que se otorguen a más tardar el 30 de abril de 1997 a los adquirientes finales de dichas viviendas.

Este último programa incluye otros apoyos, entre los cuales cabe destacar descuentos por un lapso de cinco años a los deudores de créditos tipo FOVI, así como un esquema de arrendamiento con opción de recompra para aquellos deudores que no puedan cumplir con sus créditos hipotecarios, aún si éstos fueron reestructurados.

A.4. Acuerdo para el Financiamiento del Sector Agropecuario y Pesquero

Este acuerdo responde a la finalidad de ayudar a los acreditados bancarios de los sectores agropecuario y pesquero. Los créditos elegibles para ese programa pueden estar denominados en moneda nacional, dólares o UDIs, pero deben haber sido otorgados con anterioridad al 30 de junio de 1996 y la fecha límite para su reestructuración es el 31 de diciembre de 1996. Los créditos susceptibles de recibir estos apoyos son los de avío, refaccionarios, prendarios, así como consolidaciones anteriores de ese tipo de adeudos.

La parte medular de este acuerdo comprende un esquema de descuentos aplicables a los pagos (ver cuadro 29). Esos descuentos tendrán vigencia durante el plazo que se convenga en la reestructuración respectiva (sin exceder diez años) o bien por el que reste del originalmente pactado en el contrato del crédito.

CUADRO 29
DESCUENTOS A CRÉDITOS AGROPECUARIOS Y PESQUEROS

TRAMOS DE LOS ADEUDOS (EN PESOS)	DESCUENTO POR TRAMO
Hasta 500,000	40%
Mayores de 500,000 y hasta de 1,000,000	20%
Mayores de 1,000,000 y hasta de 2,000,000	18%
Mayores de 2,000,000 y hasta 4,000,000	16%

Es importante destacar que el descuento total se mantendrá constante durante la vigencia del crédito. Esto quiere decir que dichos descuentos no se modificarán por las amortizaciones de capital y se aplicarán a todo pago anticipado.

Los costos de los descuentos anunciados serán cubiertos de manera conjunta por el Gobierno Federal y la banca, mediante una fórmula en la que el primero asume una proporción mayor en la medida en que la banca otorgue nuevos créditos al sector agropecuario.

A.5. Acuerdo de Apoyo Financiero y Fomento a la Micro, Pequeña y Mediana Empresa.

Este programa proporciona apoyo a los adeudos de hasta 6 millones de pesos, provenientes de créditos empresariales denominados en moneda nacional, dólares de los EE.UU.A. o UDIs contratados con anterioridad al 31 de julio de 1996. Este programa se adoptó para los deudores que se encontrasen al corriente de sus pagos y aquéllos que regularicen o reestructuren sus adeudos a más tardar el 31 de enero de 1997. Los créditos susceptibles de beneficiarse por este programa incluyen los de la banca múltiple, los descontados con la banca de desarrollo y con los fideicomisos de fomento económico constituidos por el Gobierno Federal, así como aquellos concedidos por uniones de crédito, arrendadoras financieras y empresas de factoraje financiero descontados con la banca o con los referidos fideicomisos de fomento.

El Acuerdo contempla descuentos para los pagos siempre y cuando los créditos correspondientes no se hayan derivado de líneas de crédito revolventes. Los descuentos se aplicarán hasta por 10 años contados a partir del 1º de octubre del año en curso. En el cuadro 30 se presenta el esquema de descuentos, los cuales se determinan en función del monto de la deuda. El descuento total ponderado se mantendrá fijo durante la vida del crédito, lo cual implica que no se modifica por las amortizaciones de capital. De ahí que los pagos anticipados que se deseen realizar gozarán de los descuentos previstos.

CUADRO 30
**DESCUENTO EN EL PROGRAMA PARA MICRO, PEQUEÑA Y
MEDIANA EMPRESA**

TRAMO DE LOS ADEUDOS (EN PESOS)	DESCUENTO POR TRAMO
Hasta de 500,000	30%
Mayores de 500,000 y hasta 2,000,000	17%
Mayores a 2,000,000 y menores a 6,000,000	20% por los primeros 2,000,000

En lo que toca a las líneas de crédito revolventes, los adeudos se beneficiarán por un esquema de reducción de tasas de interés durante los próximos 2 años. La fórmula para dicha reducción consiste en restar a la tasa convenida en el contrato de crédito el descuento que le corresponda dependiendo del saldo del adeudo (ver cuadro 31).

CUADRO 31
DESCUENTOS SOBRE INTERESES DE CRÉDITOS REVOLVENTES

SALDOS DE ADEUDOS (en pesos)	DESCUENTOS EN LA TASA DE INTERES (en puntos porcentuales)
HASTA 500,000	22
1,000,000	18
1,500,000	15
2,000,000	13
6,000,000	5

Para los adeudos cuyo saldo se ubique dentro de los parámetros señalados en el cuadro anterior, el descuento efectivo será un promedio ponderado, es decir, el resultado de combinar el descuento por los primeros 500,000 pesos con el que corresponda por el saldo adicional. Si el resultado de restar a la tasa pactada el descuento correspondiente es inferior a 15 por ciento anual, la tasa a cargo del acreditado será de 15 por ciento.

Los costos del programa descrito serán absorbidos por la banca y el Gobierno Federal, dependiendo la parte que este último asuma del monto del nuevo financiamiento que la banca otorgue a empresas micro, pequeñas y medianas.

Respecto de la totalidad de los programas de apoyo a deudores, es pertinente comentar lo siguiente:

- Dichos programas han respondido a la intención de promover la “cultura de pago” entre los acreditados. De ahí que en todos los casos se haya establecido como condición para recibir los descuentos que el deudor se encuentre al corriente en su pagos, o que se regularice antes de una fecha preestablecida.

- Los esquemas comentados llevan incentivos para que la banca otorgue crédito adicional a los sectores a los que los que están dirigidos los programas. Ello, con el objeto de impulsar la recuperación económica.
- Los apoyos son por montos limitados y pretenden beneficiar especialmente a los deudores pequeños.
- Los costos se compartirán entre la banca y el Gobierno Federal.
- Ninguno de los programas tiene impacto monetario; y
- Las autoridades financieras han indicado que no deben esperarse nuevos programas de apoyo a los deudores en adición a los ya anunciados.

B. *Programas de Saneamiento Bancario.*

B.1. Programa de Capitalización Temporal (PROCAPTE).

Cinco bancos comerciales han recibido apoyo a través del PROCAPTE. Los créditos otorgados al amparo de este programa alcanzaron en el mes de junio de 1995 un máximo de 7,000 m.p. Al cierre de agosto de 1996 dicho saldo se había reducido a 6,201 m.p. y sólo dos bancos permanecían suscritos al programa, aunque es pertinente mencionar que en el transcurso de 1996 la participación de esos dos bancos en el saldo correspondiente aumentó en 3,985 m.p. Como dato complementario, cabe señalar que otras instituciones han incrementado su capital en 2,400 m.p con el objeto de evitar su entrada al PROCAPTE.

B.2. Medidas de Capitalización Permanente.

El Gobierno Federal, a través de FOBAPROA, ha proporcionado un incentivo para elevar los niveles de capitalización de las instituciones de crédito. El mecanismo consiste en el ofrecimiento por parte de FOBAPROA de adquirir de los bancos, a cambio de bonos de largo plazo emitidos por dicho fideicomiso, créditos debidamente calificados y provisionados por un monto equivalente al doble del capital fresco que los accionistas aporten. Dentro de este programa, los bancos mantienen a su cargo la administración de los créditos. Cabe señalar que el referido mecanismo no tiene impacto monetario.

A la fecha doce bancos se han acogido a este esquema, de los cuales seis lo han utilizado dos veces. El valor de la cartera adquirida por dicho fideicomiso, neta de provisiones, asciende en agosto de 1996 a 98.9 m.m.p. (113.6 m.m.p. en términos brutos). Este mecanismo ha inducido a que el capital de la banca se incremente en cerca de 135 por ciento con respecto a su nivel de diciembre de 1994.

C. Medidas Adicionales.**C.1. Creación de la Empresa Valuación y Venta de Activos.**

Debido a las características y magnitud de las compras de cartera realizadas por FOBAPROA, en abril de 1996 se decidió establecer una nueva empresa subsidiaria de dicho fideicomiso, Valuación y Venta de Activos (V.V.A.), cuyos objetivos principales son los siguientes: conseguir el máximo ingreso posible para FOBAPROA a través de la desincorporación de sus activos, apoyar la recuperación de las empresas viables y propiciar el desarrollo de mercados de créditos bancarios.

C.2. Unidad Coordinadora para Créditos Corporativos (UCABE).

La UCABE fue creada con la finalidad de apoyar y hacer posible la reestructuración de créditos corporativos sindicados. Esta unidad coordinadora esta integrada con representantes de la banca, de deudores corporativos y de las autoridades. Actualmente tiene en estudio 55 casos, con un saldo total de 8,300 millones de dólares (m.d.). Ocho casos anteriores, con adeudos por 1,321 m.d., han sido resueltos y se han logrado cartas de entendimiento en otros cinco, cuyos pasivos representan 2,551 m.d. Asimismo, es importante destacar que la participación de UCABE ha coadyuvado a que cinco compañías, con adeudos por 700 m.d., salieran de suspensión de pagos.

* * *

Además de los programas descritos con anterioridad, se han adoptado diversas medidas que buscan atender problemas fundamentales del sistema financiero. En este sentido es pertinente destacar lo siguiente: 1) que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores ha mejorado substancialmente su capacidad de supervisión sobre las instituciones financieras; 2) que durante el segundo semestre de 1996,

entrarán en vigor reglas de capitalización de acuerdo con las cuales el capital de los bancos debe ajustarse en función de su exposición a los riesgos de mercado; y 3) que se han introducido modificaciones en las reglas contables, conforme a las cuales la contabilidad bancaria en México se uniformará según normas internacionales, a partir de marzo de 1997.

En el cuadro 32 se presenta una estimación realizada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público respecto de los costos fiscales de los programas analizados. Dichos costos implicarán erogaciones a lo largo de 30 años, por lo que las cifras se reportan a valor presente. De lo anterior se infiere que su impacto sobre las finanzas públicas se distribuirá a través de un periodo prolongado.

CUADRO 32
**ESTIMACION EN VALOR PRESENTE DEL COSTO
FISCAL DE LOS PROGRAMAS DE SANEAMIENTO
FINANCIERO**

Cifras en miles de millones de pesos

PROGRAMA	COSTO TOTAL VALOR PRESENTE
UDIs Original	21.6
UDIs Complementario Vivienda	27.2
ADE	13.4
FOBAPROA	48.4
Esquemas de Capitalización	35.0
Autopistas Concesionadas	14.1
Créditos Agrícolas y Pesqueros	14.2
Programa Pequeña y Mediana Industria	7.4
TOTAL	181.3
Costo total de programas como porcentaje del PIB de 1995	8.01

Fuente: SHCP Y CNBV

III. CONSIDERACIONES FINALES

Durante 1996, se han logrado avances significativos en los diversos objetivos del programa económico. Esta afirmación se sustenta en una variedad de consideraciones, como son la reanudación del crecimiento económico, la recuperación del empleo, la reactivación del gasto privado, la mayor estabilidad del mercado cambiario, la notable disminución de la inflación y de las tasas de interés reales y nominales, y la consolidación del acceso renovado de los sectores público y privado a los mercados internacionales de capital.

Lo anterior permite afirmar que la crisis se está remontando gradual, pero firmemente. Sin embargo, la recuperación sólo será plena en la medida en que se persevere en la aplicación de la estrategia económica adoptada.

En particular, es imprescindible proseguir en la lucha contra la inflación. Para lograr que se consolide la reactivación económica, es indispensable que las tasas de interés reales y nominales mantengan su tendencia a la baja. De otra manera, muchos proyectos de inversión se dejarán de ejecutar, a la vez de que tomará largo tiempo el saneamiento financiero de numerosas personas físicas y empresas que se encuentran endeudadas, permaneciendo inhibida su capacidad de gasto. La perseverancia en la aplicación de una política monetaria orientada a procurar la estabilidad del nivel general de los precios, habrá de infundir confianza en el público de que la inflación será controlada. Tal confianza es la única fuerza capaz de atraer más recursos reales para la inversión y de disminuir de manera permanente las tasas de interés al eliminar, o al menos reducir, las primas por riesgo que esas tasas incorporan en épocas inflacionarias. Así, una menor inflación determina mayor crecimiento económico.

Resulta una falacia pensar que una política monetaria expansiva sería capaz de bajar las tasas de interés. En la realidad, sucede lo opuesto. El público sabe que una política monetaria expansiva conduce al alza inmediata del tipo de cambio y posteriormente de los precios. Como resultado de las expectativas que una política de esa naturaleza crea, las tasas de interés se elevan, revirtiendo, de manera incluso

desproporcionada, el posible descenso que por un corto tiempo pudieran haber mostrado en virtud de la expansión monetaria.

Algunos analistas y formadores de opinión estiman que los límites al aumento del crédito interno neto del Banco de México, imponen una restricción al crédito total disponible para la economía nacional. Esto no es así. La disponibilidad de fondos prestables depende fundamentalmente del ahorro de la población, de los flujos internacionales de capital y de la capacidad de intermediación del sistema financiero nacional. El banco central no puede contribuir al aumento en términos reales de la oferta de recursos financieros mediante el incremento del crédito primario. La única contribución que el banco central puede hacer, para que la disponibilidad de financiamiento aumente, es combatir la inflación. Es bien sabido que la ausencia de inflación o su permanencia a bajos niveles produce un clima favorable para aumentar el ahorro. Ello debido a que en esas circunstancias los ahorradores están más dispuestos a invertir sus recursos en instrumentos financieros, al poder prever los rendimientos reales de éstos con menor incertidumbre.

También es importante aclarar, en relación con la reducción en el crédito interno neto del Banco de México que se ha observado durante 1996, que ésta obedece primordialmente a las compras netas de divisas que el instituto emisor ha efectuado como resultado de sus operaciones con el Gobierno Federal y Pemex. Esta precisión es importante, porque en la medida en que el crédito interno neto se reduzca por operaciones de esta naturaleza, el financiamiento del Banco de México a la economía no sufre alteración alguna.

Una consecuencia muy importante del esquema monetario vigente en México, es que tanto el tipo de cambio como las tasas de interés quedan determinados fundamentalmente por las fuerzas del mercado. Por tanto, cuando las condiciones cambian, el mercado decide la distribución del ajuste entre el tipo de cambio y las tasas de interés. Durante el presente año, los participantes de los mercados han respondido a la nueva información de tal forma que las tasas de interés se han ajustado proporcionalmente más que el tipo de cambio. La tasa

de Cetes a 28 días disminuyó de 46.81 por ciento al cierre de 1995 a 24.38 por ciento a finales de agosto de 1996, mientras que en ese mismo lapso el tipo de cambio se apreció 2.33 por ciento. Esta distribución del ajuste se puede deber a los siguientes factores: a) el alto nivel de las tasas de interés al inicio del año, reflejaba una expectativa de devaluación importante. Al no haberse hecho realidad ésta - entre otros factores debido a la aplicación estricta del programa monetario-, las expectativas devaluatorias¹⁸ se ajustaron a la baja, lo cual a su vez contribuyó a disminuir las expectativas inflacionarias y, a la postre, las propias tasas de interés; y b) la disciplina fiscal permitió reducir la demanda de crédito por parte del gobierno, lo que a su vez restó presiones a las tasas de interés.

La determinación libre de las tasas de interés y del tipo de cambio han facilitado el manejo de la política monetaria y, por ende, la lucha contra la inflación. Ello, debido a que evita a las autoridades tener que adivinar cual es la combinación apropiada de tasas de interés y de tipo de cambio para lograr el equilibrio en los mercados. A la vez, las fluctuaciones de dichos precios proporcionan información valiosa para propósitos de política monetaria (por ejemplo, sobre expectativas inflacionarias y cambiarias).

Lo anterior no significa que en algunas ocasiones el Banco de México no trate de influir en las tasas de interés o en el tipo de cambio. Esto, únicamente con el propósito de coadyuvar a la baja de la inflación y de ordenar las condiciones de los mercados cambiario y de dinero. Sin embargo, las citadas acciones del Banco de México no tienen la intención de defender niveles particulares del tipo de cambio o de las tasas de interés. Por tanto, las acciones que lleva a cabo el Banco de México en el mercado de dinero no contravienen la naturaleza del régimen de flotación, una de cuyas características principales es no predeterminar el nivel del tipo de cambio.

¹⁸ El ajuste a la baja en las expectativas devaluatorias se percibe claramente de la tendencia descendente que han reportado los precios a futuro del peso mexicano.

El abatimiento de la inflación contribuye al crecimiento del ingreso per cápita y a la expansión del aparato productivo nacional por otras vías en adición a las ya mencionadas. A saber:

- Al consolidarse a través del tiempo un grado substancial de estabilidad de precios, es factible la aparición de financiamientos a largo plazo a tasas de interés fijas, de particular utilidad para facilitar la inversión en inmuebles y en maquinaria.
- Con mayor estabilidad del nivel general de precios, la evaluación de los costos y beneficios de los distintos proyectos se torna menos compleja, en virtud de que la volatilidad de las tasas de interés reales se reduce marcadamente. En consecuencia, al disminuir la incertidumbre, en especial respecto del largo plazo, más inversiones son emprendidas.
- Niveles de inflación descendentes propician menores fluctuaciones en los precios relativos, disminuyendo así el riesgo de las inversiones. Además, se logra una mejor asignación de recursos y se evitan distorsiones en la remuneración de los factores de la producción; y, por último,
- La distribución del ingreso mejora con la estabilización, ya que desaparece el perverso efecto redistributivo de la inflación, a la vez que aumentan el empleo y la masa salarial en términos reales al crecer la inversión y la productividad de la mano de obra.

Una política monetaria antiinflacionaria es un elemento necesario mas no suficiente, para obtener el mejor resultado de la lucha contra la elevación de los precios. Los distintos aspectos de la política económica, entre ellos el monetario, el fiscal, el comercial y el salarial, deben ser enfocados, y en el caso de México lo han sido, al objetivo común de disminuir la inflación. De no existir la coordinación aludida, el proceso de estabilización de los precios puede generar trastornos innecesarios.

Es preciso reiterar que el firme propósito de reducir la tasa de inflación no implica, en forma alguna, relegar a un segundo plano el crecimiento económico, el aumento en el empleo y la recuperación del salario real. Todo lo contrario. El esfuerzo antiinflacionario no representa un fin en sí mismo. El abatimiento del proceso inflacionario es sólo un objetivo intermedio, al ser una condición necesaria para lograr esas finalidades más elevadas.

Al respecto, es importante explicar por qué el abatimiento de la inflación resulta en una recuperación del salario real de los trabajadores. Como ya fue mencionado, la disminución de la tasa inflacionaria impulsa el ahorro interno y la atracción de capitales del exterior. La mayor disponibilidad de recursos en la economía reduce las tasas de interés reales y nominales, lo que estimula la inversión en planta y equipo. Esto último genera una mayor demanda por mano de obra y da lugar a incrementos en la productividad del trabajo, todo lo cual redundará en mayores percepciones reales para los trabajadores.

En periodos de estabilización es crucial que los ajustes de los salarios nominales sean congruentes con los objetivos inflacionarios que se adopten. Esto, no sólo para que esos ajustes coadyuven al abatimiento de la inflación, sino, lo que es más importante, a fin de establecer las condiciones propicias para que se dé, en beneficio del incremento de los salarios reales, el proceso descrito en el párrafo inmediato precedente.

A través de los años ha perdurado un atavismo proveniente de ideas mercantilistas, que califican al déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos como algo siempre malo y al superávit como un estado de cosas satisfactorio. Desafortunadamente, este atavismo hace daño, pues en determinadas circunstancias puede ser causa de nerviosismo injustificado en los mercados financieros, el cual tiende a traducirse en tasas de interés superiores a las que existirían en su ausencia, en detrimento del desarrollo económico.

Al analizar la cuenta corriente, es conveniente repasar los factores esenciales que por lo general determinan su saldo. Un ejemplo simplificado puede ser útil al respecto. Si la producción nacional no es suficiente para expandir la planta productiva más rápidamente, es indispensable efectuar importaciones adicionales. Los nuevos gastos en el exterior sólo pueden ser financiados mediante el uso de las reservas internacionales del país, la repatriación de capitales, créditos del exterior o inversión extranjera (directa o en valores u otros instrumentos financieros). Las importaciones adicionales generan, si se parte de una situación de equilibrio, un déficit de la cuenta corriente del país en cuestión y un superávit de su balanza de capitales. Estos fenómenos debieran verse como la consecuencia natural de la utilización del ahorro externo.

Es común una actitud de recelo ante la perspectiva de un flujo de capital extranjero de corto plazo hacia el país, pues la dirección de aquél puede cambiar de manera súbita. Respecto de este fundado recelo, es de señalarse que una fuerte defensa contra el desarrollo de los flujos mencionados es el régimen de flotación del tipo de cambio. Este régimen cambiario aumenta el riesgo de las inversiones extranjeras de corto plazo, ya que cualquier ganancia que quienes las hacen puedan obtener por el diferencial existente entre las tasas de interés nacionales y extranjeras, queda expuesta a ser anulada con facilidad por movimientos relativamente pequeños del tipo de cambio. De hecho, la inversión extranjera de corto plazo en instrumentos representativos de deuda denominados en pesos ha venido decreciendo a lo largo de 1995 y 1996 y su monto es relativamente modesto en la actualidad.

Para crecer de manera sostenible en el largo plazo, se requiere, además de mantener finanzas públicas sanas y una política monetaria orientada a la estabilidad de precios, que el capital humano esté cada día más capacitado para afrontar el nuevo ambiente de competencia, flexibilizando sus habilidades para adaptarse a los acelerados cambios que le impone la globalización. De manera paralela, necesitamos aumentar nuestra tasa de ahorro, lo cual habrá de ser propiciado por un ambiente macroeconómico estable y por instituciones financieras cada vez mejor calificadas para canalizar dicho ahorro hacia usos productivos.

Asimismo, es importante contar con mercados, tanto de bienes como de factores de la producción, sujetos a mayor competencia. También es importante disponer de una infraestructura más amplia, que permita la interacción más eficiente entre consumidores y productores del mercado interno y que, al mismo tiempo, reduzca los costos de acceso de los productores nacionales, medianos y pequeños, a los mercados internacionales. En síntesis, es menester continuar y mejorar la tarea de modernización ya iniciada.