

***INFORME SOBRE LA POLITICA
MONETARIA***

***EN EL LAPSO
1º. DE ENERO DE 1997 - 30 DE JUNIO DE 1997***



BANCO DE MEXICO

SEPTIEMBRE DE 1997

GOBERNADOR

MIGUEL MANCERA AGUAYO

SUBGOBERNADORES

FRANCISCO GIL DIAZ
GUILLERMO GÜEMEZ GARCIA
JOSE JULIAN SIDAQUI DIB
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 1° de enero al 31 de diciembre de 1997.

INDICE

| | Pág. |
|---|-----------|
| Introducción | 1 |
| I. EVOLUCION DE LA ECONOMIA: | |
| PANORAMA GENERAL..... | 7 |
| I.1. Actividad Económica..... | 7 |
| I.2. Empleo y Remuneraciones | 21 |
| I.3. Sector Externo | 31 |
| I.4. Inflación..... | 47 |
| I.4.1. Precios al Consumidor | 47 |
| I.4.2. Variabilidad de Precios Relativos | 56 |
| I.4.3. Abastecimiento de Bienes Básicos..... | 58 |
| I.4.4. Precios Productor | 59 |
| I.5. Finanzas Públicas | 61 |

| | | |
|-------------|---|------------|
| II. | POLITICA MONETARIA, CAMBIARIA Y | |
| | MERCADOS FINANCIEROS | 64 |
| II.1 | . Política Monetaria..... | 64 |
| | II.1.1. Descripción del Programa Monetario | |
| | para 1997 | 66 |
| | II.1.2. Evaluación del Programa Monetario..... | 72 |
| | II.1.3. Ejecución del Programa Monetario | |
| | para 1997 | 78 |
| | II.1.4. Ajuste a la Política Monetaria..... | 97 |
| II.2 | . Política Cambiaria..... | 99 |
| II.3 | . Evolución de los Agregados Monetarios..... | 117 |
| II.4 | . Programas de Apoyo a Deudores y de | |
| | Saneamiento Bancario..... | 129 |
| III. | CONSIDERACIONES FINALES | 137 |

INTRODUCCIÓN

El presente documento informa sobre la política monetaria aplicada a lo largo del primer semestre de 1997 y el entorno en que ésta se puso en práctica. Contiene también algunos señalamientos respecto de eventos ocurridos en meses posteriores, en relación con los cuales ya se dispone de estadística. Además, se aprovecha la publicación de este documento para anunciar ciertos ajustes a la política monetaria para el resto de 1997, acordados por la Junta de Gobierno a la luz de las nuevas condiciones de la economía.

* * *

La evolución de las principales variables macroeconómicas del país durante los meses transcurridos de 1997 ha sido, en términos generales, favorable. Esto queda de manifiesto al considerar lo siguiente: a) el PIB y el empleo han venido creciendo a ritmos más acelerados que los esperados; b) la inversión está aumentando más aprisa que el PIB, fenómeno favorable al ulterior desarrollo de la economía; c) el crecimiento mensual de los precios ha evolucionado conforme a lo programado y se estima que la inflación anual para 1997 puede quedar cerca del objetivo de 15 por ciento establecido a finales de 1996; d) las expectativas inflacionarias del público se han venido ajustando a la baja, lo que ha permitido reducciones importantes en las tasas de interés nominales y reales; e) el crecimiento de las exportaciones sigue siendo muy vigoroso y el comportamiento del déficit de la cuenta corriente ha sido congruente con la proyección contenida en el programa económico para el año; f) la composición de las entradas de capital ha sido satisfactoria, al prevalecer la inversión extranjera directa y el endeudamiento externo privado a mediano y largo plazo sobre la inversión extranjera de corto plazo; g) la acumulación de activos internacionales por parte del Banco de México ha sido mucho mayor que la anticipada, a pesar de los cuantiosos prepagos hechos al gobierno de los Estados Unidos y al Fondo Monetario Internacional; y h) por último, pero no menos importante, las finanzas públicas han mostrado en el primer semestre un superávit en línea con lo programado. Todos estos elementos, aunados a un entorno internacional favorable para México y a procesos electorales exitosos, han redundado en una considerable estabilidad del mercado cambiario.

En el escenario descrito sobresale que la reactivación económica se ha logrado en un ambiente de inflación a la baja. Dicho resultado no debe sorprender, pues ambos fenómenos no son independientes entre sí. El abatimiento de las presiones inflacionarias ha sido un poderoso coadyuvante en la acelerada y sostenida recuperación económica.

La inflación ha venido disminuyendo de manera rápida, lo que, sumado al fortalecimiento de la confianza en que esto siga sucediendo, ha inducido una caída importante de las tasas de interés. A la vez, la menor inflación se ha

traducido en un marco más propicio para las inversiones y para la producción. El incremento de la acumulación de capital físico ha estimulado el empleo y ha elevado la productividad media de la mano de obra, lo cual comienza a determinar aumentos del salario real. Menores tasas de interés y el incremento del ingreso han permitido a familias y empresas seguir corrigiendo el sobreendeudamiento que se fue gestando en la primera mitad de la presente década. Por último, los factores descritos han propiciado un mayor consumo, el cual, junto con una inversión más cuantiosa, ha contribuido al crecimiento del PIB.

Lo sucedido en materia de crecimiento económico, abatimiento de la inflación y estabilización financiera ha resultado de la aplicación de un conjunto de políticas coherentes entre sí. Una de las piezas torales del programa ha sido la estricta disciplina fiscal que se ha mantenido.

Parte integral y muy relevante de la estrategia económica general es la política monetaria, la cual se ha abocado, de conformidad con el mandato constitucional al Banco de México, a procurar el abatimiento de la inflación. Una situación caracterizada por tasas declinantes de crecimiento del índice general de los precios promueve un funcionamiento más eficiente de la economía, y, por ello, crea empleos y eleva el nivel de vida de la población.

Durante 1997, la aplicación de la política monetaria ha sido neutral. En la práctica, lo anterior significa que todos los días el Banco de México iguala la oferta de base monetaria con su demanda. En ninguna jornada de lo que va del año el instituto central ha adoptado una postura restrictiva de política monetaria. Lo que es más, desde el 26 de noviembre de 1996, el Banco de México no ha considerado necesario generar "cortos"¹. Dicha postura por parte del banco central ha sido suficiente, dada la evolución de otros aspectos de la economía, para que se produzcan reducciones importantes de la inflación y de las expectativas inflacionarias, lo que, a su vez, ha dado lugar a tasas de interés más bajas.

No obstante lo anterior, las tasas de interés no declinaron en todos los casos en que era de esperarse que eso sucediera. Por ejemplo, en el periodo enero-agosto de 1997, hubo lapsos en que la cotización internacional del peso se apreciaba, pero las tasas de interés no descendían, sino que, incluso, llegaban a subir. Al respecto, es pertinente recordar que en un régimen de flotación cambiaria y de libre determinación de las tasas de interés, como el

¹ De acuerdo con el régimen de encaje promedio cero, vigente desde inicios de 1995, las condiciones monetarias son, en su caso, endurecidas o aflojadas por el Banco de México mediante ajustes al objetivo del saldo acumulado de las cuentas corrientes que el instituto emisor lleva a los bancos comerciales. Día con día el instituto central formula sus operaciones de mercado con miras a que el promedio diario del saldo neto total de las cuentas corrientes de la banca, acumulado durante el periodo de cómputo respectivo, finalice en una cantidad predeterminada. Si esa cantidad es cero, la política monetaria es neutral. Si esa cantidad es negativa, se dice que el Banco de México puso "corto" al sistema. Al poner en "corto" al sistema, el banco central ejerce cierta influencia al alza de las tasas de interés. Si la citada cantidad es positiva, se dice que el Banco de México puso "largo" al sistema, en cuyo caso propicia la baja de las tasas de interés. Una explicación más completa del régimen de encaje promedio cero se encuentra en el anexo 4 del Informe Anual del Banco de México correspondiente a 1996.

vigente en México, es de esperarse, siempre y cuando no se modifiquen otros factores, que una mayor oferta de divisas aprecie al tipo de cambio y reduzca las tasas de interés.

A mediados de abril el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo empezó a ser muy incongruente con la evolución del tipo de cambio y de los precios. Ante esa situación, el Banco de México decidió actuar, estableciendo el 17 del citado mes un tope a las tasas de las operaciones de mercado abierto a 24 horas. Dicho límite se mantuvo vigente tan sólo durante una jornada bancaria, pues ello fue suficiente para restablecer el orden en el mercado de dinero.

La fijación de un techo para las tasas de interés, junto con otras medidas que se comentan en el cuerpo del informe, produjeron el efecto deseado. Sin embargo, no conviene recurrir a tal fijación en forma frecuente, pues obstruye la acción de las fuerzas del mercado en la determinación de las tasas de interés, pudiendo comprometer el papel que éstas deben jugar en la captación y asignación de recursos financieros.

Una opción para combatir niveles de tasas de interés excesivamente altos sería el uso de “largos”. Sin embargo, tal como se consigna en la Exposición de Política Monetaria para 1997, dada a conocer en enero último, la Junta de Gobierno del Banco de México juzgó conveniente prescindir temporalmente de su utilización. Ello, con el objeto de fortalecer la confianza en el logro de una inflación declinante y congruente con la meta establecida para el año en curso. Además, siendo el presente un año electoral, era importante dar completa seguridad de que no se tomaría medida alguna que pudiera interpretarse como un relajamiento de la política monetaria con propósitos políticos. Una interpretación como la referida podría haber tenido consecuencias muy adversas sobre los mercados financieros.

Ocho meses después de haberse publicado la citada Exposición, el Banco de México estima conveniente modificar su postura respecto de la utilización del “largo”. Al haber pasado las elecciones del 6 de julio y habiendo la inflación mostrado una trayectoria cercana a la programada, conviene que el banco central recupere la posibilidad de enviar señales tendientes a lograr descensos de las tasas de interés cuando éstos sean factibles y deseables.

En consecuencia, el Banco de México preve utilizar “largos”, pero en todo caso en forma cuidadosa y sólo de suceder que:

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

- ii) la inflación evolucione de manera tan favorable, que existan probabilidades altas y bien fundadas de que el aumento de los precios vaya a resultar claramente inferior al objetivo que se haya establecido. Permitir, entonces, cierto relajamiento de la política monetaria se inspira en la consideración de que, al darse una inflación substancialmente menor a la programada, se puede llegar a afectar la actividad económica. Esto, porque los salarios, las tasas de interés y algunos precios cuya trayectoria se fija para periodos relativamente largos, son fuertemente influidos por la inflación esperada. Si la inflación real resulta substancialmente menor, se produce una contracción de los márgenes de utilidades de las empresas que puede conducir a una situación recesiva, cuya consecuencia es el debilitamiento de la inversión y del empleo;
- iii) se produzca una apreciación del tipo de cambio que se estime insostenible por derivarse de entradas cuantiosas de capital a corto plazo al mercado de dinero; y, finalmente,
- iv) surjan aumentos de las tasas de interés atribuibles, meramente, a la formación de situaciones desordenadas en el mercado de dinero.

Recuérdese que, en el pasado, el Banco de México ha aplicado “cortos” en respuesta a condiciones desordenadas en el mercado de cambios, en particular cuando el tipo de cambio ha sufrido depreciaciones abruptas. Al abrir la posibilidad de utilizar “largos”, podría haber respuesta de la política monetaria a las apreciaciones del tipo de cambio que proceda combatir con esa medida. De esta manera la política monetaria adquiriría una simetría de la cual ahora carece.

Hay que tener presente que se dan ocasiones en que ocurren movimientos del tipo de cambio y de las tasas de interés que parecen incongruentes, pero que no lo son en realidad. Por ejemplo, una de las razones por las cuales las tasas de interés han mostrado resistencia a la baja, puede ser la cuantiosa y rápida acumulación de reservas internacionales financiada mediante la captación de recursos por el Banco de México en el mercado de dinero. Esta resistencia a la baja de las tasas no puede resolverse mediante el uso de “largos”, pues tiene una causa real subyacente.

Asimismo, puede pensarse en otra situación en que sería natural que el tipo de cambio se apreciara a la vez que las tasas de interés fueran al alza. Tal situación se daría de surgir un déficit fiscal o de aumentar éste. En estos casos, la utilización de “largos” tampoco sería la respuesta, pues la elevación de las tasas de interés tendría como causa la mayor demanda de recursos reales por parte del sector público.

* * *

Toda vez que la adopción y puesta en práctica 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 presente documento, en la cual se hace un breve repaso de la situación económica del país en el transcurso del año. La segunda trata de la política monetaria. Es ahí donde se profundiza en los temas de relevancia tan solo esbozados en esta introducción.

I. EVOLUCION DE LA ECONOMIA: PANORAMA GENERAL

I.1. Actividad Económica

Durante lo que lleva de transcurrido 1997 se ha consolidado el proceso de recuperación económica, el cual ha abarcado a la totalidad de los sectores agregados de la economía. En el primer semestre de 1997, el Producto Interno Bruto (PIB) medido a precios constantes, creció 7 por ciento en relación con el mismo semestre del año pasado. En lo que va del presente año, al igual que ocurrió en 1996, el crecimiento económico se ha originado tanto del dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios como del fortalecimiento de la demanda interna.

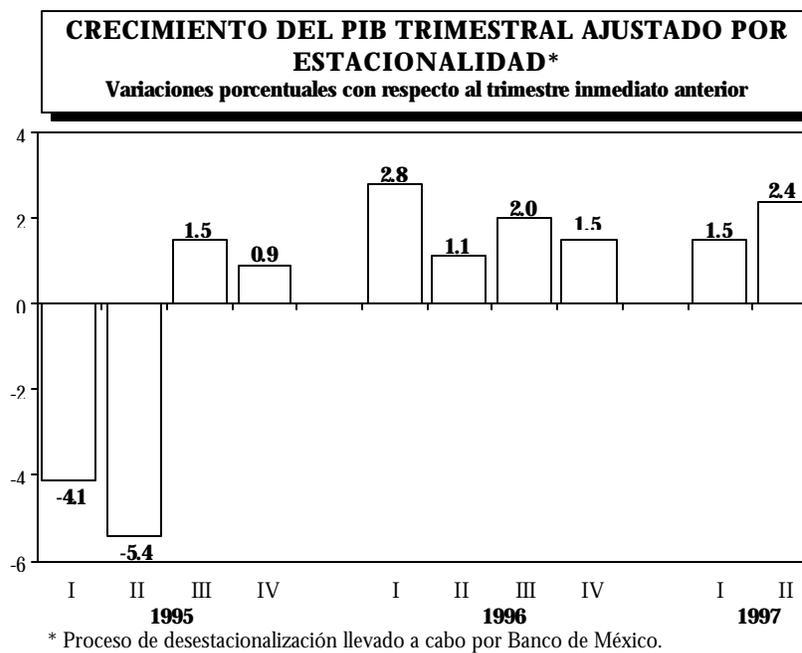
En el primero y segundo trimestres de 1997, el PIB creció a tasas de 5.1 y 8.8 por ciento con respecto a sus niveles de los mismos trimestres del año pasado. Con ello, ya son cinco los periodos trimestrales consecutivos en que el producto presenta variaciones anuales positivas. Una visión más pormenorizada de la evolución de la actividad económica y de la persistencia de su recuperación se obtiene al analizar las variaciones porcentuales del trimestre, con respecto al trimestre inmediato anterior, del PIB desestacionalizado. La información de la última columna del cuadro 1 permite corroborar que la recuperación de la actividad económica se inició en el tercer trimestre de 1995 y desde entonces el PIB desestacionalizado ha mostrado aumentos sucesivos ininterrumpidos (ver gráfica 1). De ahí que para el segundo trimestre de 1997, ya sean ocho los trimestres consecutivos en que se registran tasas de crecimiento positivas.

CUADRO 1
PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL TRIMESTRAL
 Variaciones porcentuales

| | | Con respecto al mismo trimestre del año anterior | | Con respecto al trimestre anterior | |
|------|-----|--|--------------------|------------------------------------|--------------------|
| | | Original | Desestacionalizada | Original | Desestacionalizada |
| 1995 | I | -0.4 | -0.7 | -7.3 | -4.1 |
| | II | -9.2 | -9.1 | -5.0 | -5.4 |
| | III | -8.0 | -7.7 | -3.6 | 1.5 |
| | IV | -7.0 | -7.2 | 9.5 | 0.9 |
| 1996 | I | -0.4 | -0.5 | -0.7 | 2.8 |
| | II | 6.4 | 6.4 | 1.5 | 1.1 |
| | III | 7.0 | 7.0 | -3.1 | 2.0 |
| | IV | 7.6 | 7.7 | 10.2 | 1.5 |
| 1997 | I | 5.1 | 6.3 | -3.0 | 1.5 |
| | II | 8.8 | 7.6 | 5.1 | 2.4 |

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (INEGI). El ajuste estacional es elaborado por el Banco de México.

GRAFICA 1



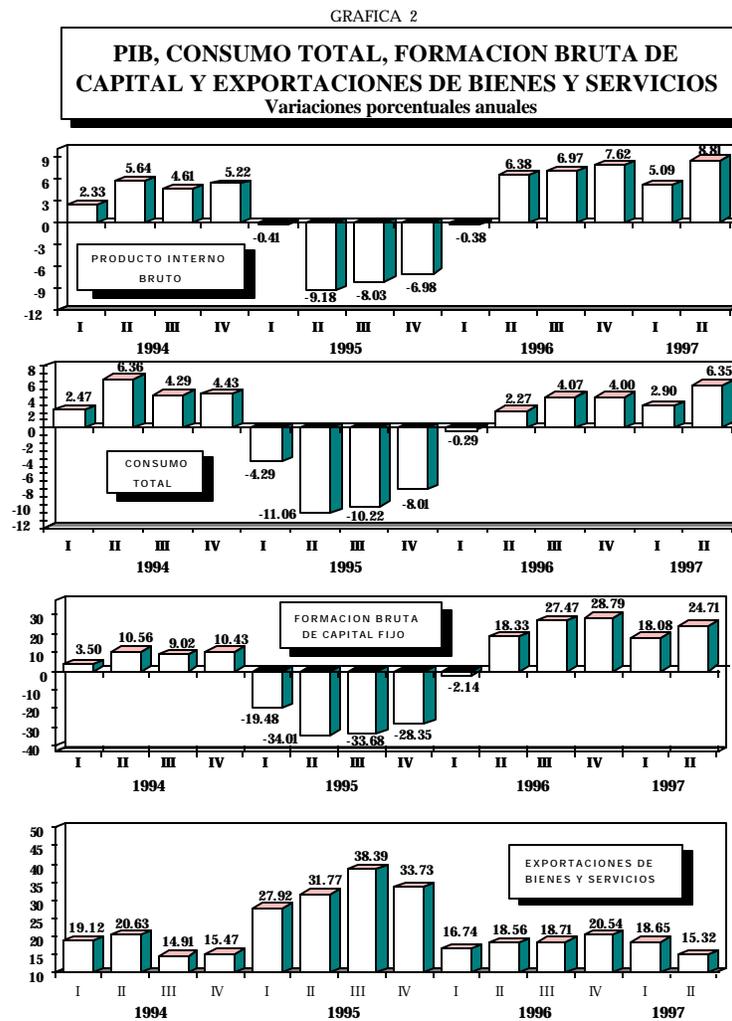
Como fue el caso en similar periodo de 1996, durante el primer semestre de 1997 todos los componentes de la demanda agregada han presentado

aumentos (ver gráfica 2). Cabe destacar en particular la evolución de la “absorción” o gasto de los residentes del país --suma del consumo e inversión internos, tanto del sector público como del privado-- que creció 7.4 por ciento en términos reales con relación al primer semestre del año pasado, siendo esta tasa más elevada que la registrada en 1996, de 4.8 por ciento. Asimismo, las exportaciones de bienes y servicios mantuvieron un notable dinamismo, con lo cual la demanda agregada aumentó 10.8 por ciento en el primer semestre de 1997 (ver cuadro 2), con incrementos respectivos de 9.3 por ciento y 12.3 por ciento en el primero y segundo trimestres.

CUADRO 2
OFERTA Y DEMANDA AGREGADAS
Variaciones porcentuales anuales con respecto al mismo periodo
del año anterior

| | 1995 | 1 9 9 6 | | 1997 | |
|-----------------------|-------|---------|---------|-------|--------|
| | ANUAL | I Sem. | II Sem. | ANUAL | I Sem. |
| Oferta Agregada | -7.4 | 5.9 | 12.0 | 9.0 | 10.8 |
| PIB | -6.2 | 2.9 | 7.3 | 5.1 | 7.0 |
| Importaciones B. y S. | -12.8 | 21.5 | 33.5 | 27.8 | 27.8 |
| Demanda Agregada | -7.4 | 5.9 | 12.0 | 9.0 | 10.8 |
| Consumo Total | -8.4 | 1.0 | 4.0 | 2.5 | 4.6 |
| Privado | -9.5 | 0.9 | 3.7 | 2.3 | 4.5 |
| Público | -1.3 | 1.3 | 6.0 | 3.7 | 5.7 |
| Inversión Total | -29.0 | 7.4 | 28.2 | 17.7 | 21.5 |
| Privada | -31.2 | 2.1 | 32.8 | 15.8 | 24.2 |
| Pública | -19.8 | 40.8 | 17.3 | 24.7 | 9.2 |
| Exportaciones B. y S. | 33.0 | 17.7 | 19.7 | 18.7 | 16.9 |

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (INEGI).

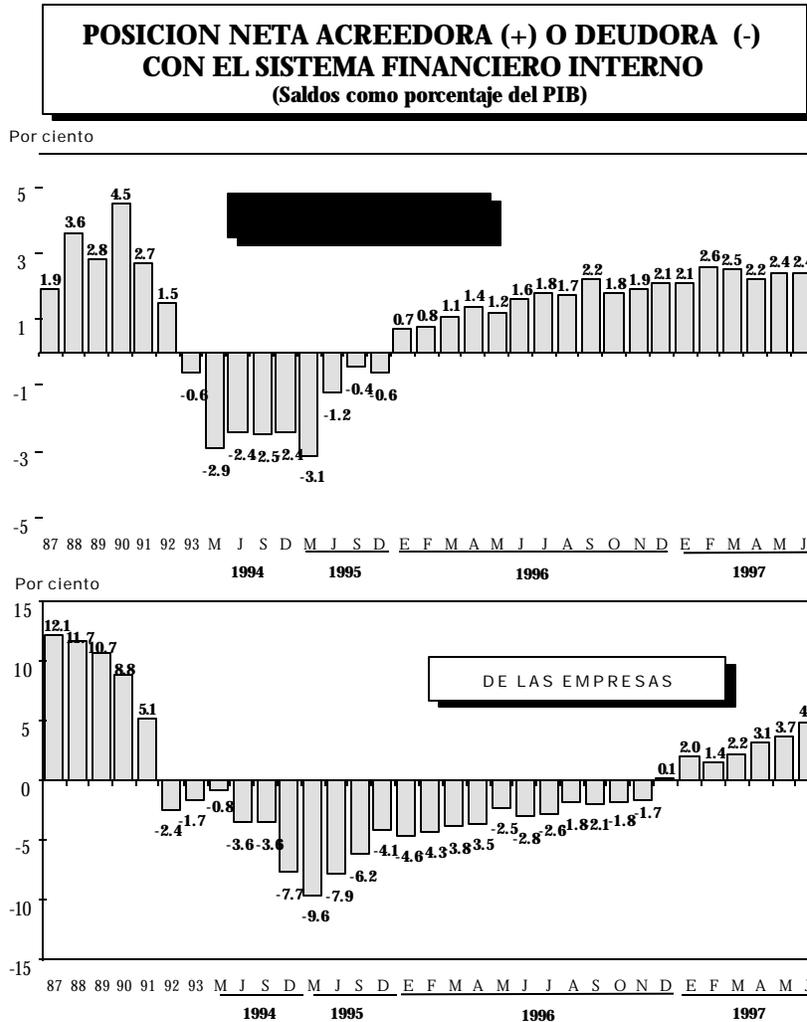


Las exportaciones de bienes y servicios se han mantenido como un importante generador de crecimiento económico. Durante el primer semestre de 1997, las exportaciones de bienes y servicios medidas a precios constantes crecieron 16.9 por ciento con relación a su nivel del mismo periodo del año anterior. Así, la participación de las exportaciones en el PIB aumentó de 27.5 por ciento en 1996 a 28.8 por ciento en el primer semestre de 1997.

Durante el presente año, la recuperación del consumo ha sido más evidente, toda vez que dicho rubro creció 4.6 por ciento con respecto al primer semestre de 1996, tasa sensiblemente más alta que la de 1 por ciento registrada en igual lapso de 1996. En la primera mitad de 1997 el aumento del consumo privado alcanzó 4.5 por ciento, en tanto que el consumo del sector público lo hizo en 5.7 por ciento. De esa manera, en el primer semestre del año en curso el gasto total de consumo, medido como proporción del PIB, representó 76.7 por ciento.

El gasto de consumo del sector privado se vio estimulado por varios factores, destacando entre ellos la persistencia de la recuperación del empleo que en algunas actividades estuvo acompañada de una incipiente mejoría de las remuneraciones reales. Ello fortaleció el ingreso disponible de las unidades familiares y, por ende, su capacidad de gasto. Además, la elevación de la demanda de trabajo y la continuidad de la recuperación económica se han traducido en una mayor confianza de los trabajadores respecto a la conservación de sus empleos, lo cual ha alentado a su vez su gasto de consumo. Entre los factores coadyuvantes del consumo privado también deben mencionarse la reducción lograda por las familias de su endeudamiento con el sistema financiero interno (ver gráfica 3) y la caída de las tasas de interés nominales y reales.

GRAFICA 3



En 1997 la formación bruta de capital ha sido el renglón de mayor dinamismo dentro de la demanda agregada. La favorable evolución de la inversión no sólo ha tenido un impacto positivo sobre el crecimiento del producto, sino que augura que éste podrá seguir avanzando a ritmo acelerado en el futuro, al ampliarse la capacidad productiva del país. En la primera mitad de 1997, la formación bruta de capital aumentó 21.5 por ciento con respecto al mismo semestre de 1996, en respuesta a crecimientos de 24.2 por ciento en la inversión del sector privado y de 9.2 por ciento en la del sector público.

La favorable evolución que ha tenido en 1997 la inversión privada es atribuible a una diversidad de factores, entre los que sobresalen los siguientes: a) mayor confianza de las empresas respecto al rumbo futuro de la economía; b) entradas de recursos del exterior, que han aligerado la restricción de recursos de la economía y han permitido financiar un mayor gasto de inversión; c) aumento de la producción de las empresas y, particularmente, de sus ventas, lo cual ha incrementado sus ingresos y les ha proporcionado liquidez para financiar sus proyectos de inversión; d) avances en la eficiencia operativa de las empresas y en la reducción de su endeudamiento neto con el sistema financiero interno (ver gráfica 3); y e) disminución continua a lo largo del año de las tasas de interés nominales y reales.

Así pues, el crecimiento económico en el primer semestre del presente año se ha nutrido tanto de una mayor demanda interna como de la expansión de las exportaciones. La contribución al crecimiento de cada uno de esos renglones de la demanda agregada se recoge en el cuadro 3. Dichas contribuciones se muestran netas de su contenido importado. Es de destacarse que mientras en 1997 se ha acrecentado de manera significativa la contribución correspondiente a la demanda interna, la proveniente de las exportaciones de bienes y servicios se ha mantenido relativamente estable.

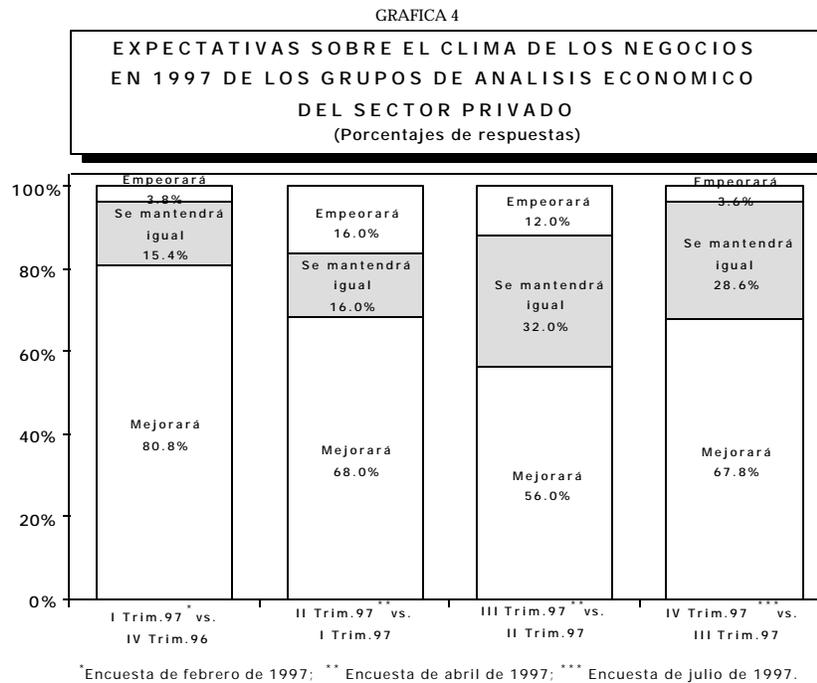
CUADRO 3
**CONTRIBUCION DE LOS COMPONENTES DE LA DEMANDA
 AGREGADA AL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL**
 Variaciones porcentuales anuales

| Periodo | Crecimiento del PIB Real (1) = (2) + (3) | Crecimiento Originado en la : | |
|-------------|--|-------------------------------|--|
| | | Demanda Interna * (2) | Demanda Externa: Exportaciones Netas** (3) |
| 1995 | -6.2 | -9.5 | 3.3 |
| 1996 | 5.1 | 3.8 | 1.3 |
| 1997 I Sem. | 7.0 | 5.9 | 1.1 |

* Demanda interna neta de importaciones.

** Exportaciones netas de su contenido importado.

El Banco de México recaba un número amplio de indicadores que permiten verificar la mejoría que ha tenido lugar en la confianza y en el clima de los negocios en el país. Así, las respuestas recabadas en las encuestas mensuales sobre las expectativas de los despachos de análisis económico del sector privado revelan un fortalecimiento a lo largo del año en el clima de los negocios (ver gráfica 4). Por su parte, los resultados de la Encuesta Semestral de Coyuntura para el sector manufacturero practicada por el Banco de México a principios del presente año, indicaron que las empresas esperaban una mejoría del ambiente de negocios durante el primer semestre de 1997. Dicha expectativa quedó confirmada en las respuestas a la encuesta levantada en julio entre las empresas manufactureras y en la cual se recogieron también expectativas favorables para el segundo semestre del año. En dicha encuesta, un 71 por ciento de las firmas encuestadas manifestaron haber efectuado inversiones en la primera mitad del presente año, con tres quintas partes del grupo habiendo señalado que el monto de ese gasto superó o fue igual al del semestre anterior. Coincidente con lo anterior, el 71 por ciento de las empresas expresaron que esperaban realizar inversiones en el segundo semestre del año.



Durante 1997 y al igual que lo ocurrido en 1995 y 1996, el gasto agregado de inversión en la economía se ha financiado fundamentalmente con ahorro interno, ya que el ahorro externo medido por el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos se ha mantenido en un nivel reducido con respecto al PIB. En la primera mitad de 1997, el financiamiento de la formación bruta de capital, expresado como proporción del PIB a precios corrientes, ascendió a 22.7 por ciento (ver cuadro 4). Por su parte, la tasa de ahorro interno representó 21.8 por ciento del PIB, 1.8 puntos porcentuales superior a la observada en el mismo periodo del año anterior. Consecuentemente, el ahorro externo ascendió a tan sólo 0.9 por ciento del PIB.

CUADRO 4
AHORRO E INVERSION
 Proporciones del PIB a precios corrientes

| Concepto | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 ^{e/} | 1996 | 1997 |
|--|------|------|------|--------------------|----------------------|----------------------|
| | | | | | I Sem. ^{e/} | I Sem. ^{e/} |
| Formación Bruta de Capital Fijo(FBCF) | 18.6 | 19.3 | 16.1 | 17.2 | 16.5 | 18.2 |
| Variación de existencias | 2.4 | 2.4 | 3.5 | 3.7 | 3.2 | 4.5 |
| Financ. de la Form. Bruta de Capital * | 21.0 | 21.7 | 19.6 | 20.9 | 19.7 | 22.7 |
| Ahorro Externo | 5.8 | 7.1 | 0.5 | 0.6 | -0.3 | 0.9 |
| Ahorro Interno Bruto | 15.2 | 14.6 | 19.1 | 20.3 | 20.0 | 21.8 |
| FBCF menos Ahorro Externo | 12.8 | 12.3 | 15.6 | 16.6 | 16.8 | 17.3 |

Fuente: Los renglones de formación bruta de capital fijo y variación de existencias provienen del Sistema de Cuentas Nacionales de México (INEGI). El ahorro del exterior es el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, medida en pesos corrientes.

* Incluye variación de existencias.

^{e/} Cifras estimadas por el Banco de México.

El referido incremento del ahorro interno revela que el PIB continúa creciendo a un ritmo superior que el consumo, no obstante que este último ha mostrado una importante recuperación, reportándose inclusive aumentos del consumo per cápita. Lo anterior confirma que el crecimiento de la economía mexicana ha permitido alcanzar simultáneamente tanto un mayor nivel de consumo de la población como un fortalecimiento del ahorro interno.

El crecimiento económico de la primera mitad de 1997 se originó en el crecimiento del producto interno bruto de todos los sectores agregados, sobresaliendo los correspondientes a manufacturas, construcción, las grandes divisiones de comercio, restaurantes y hoteles, y de transportes y comunicaciones (ver cuadro 5 y gráfica 5).

CUADRO 5
PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL
 Variaciones porcentuales con relación al mismo periodo del año anterior

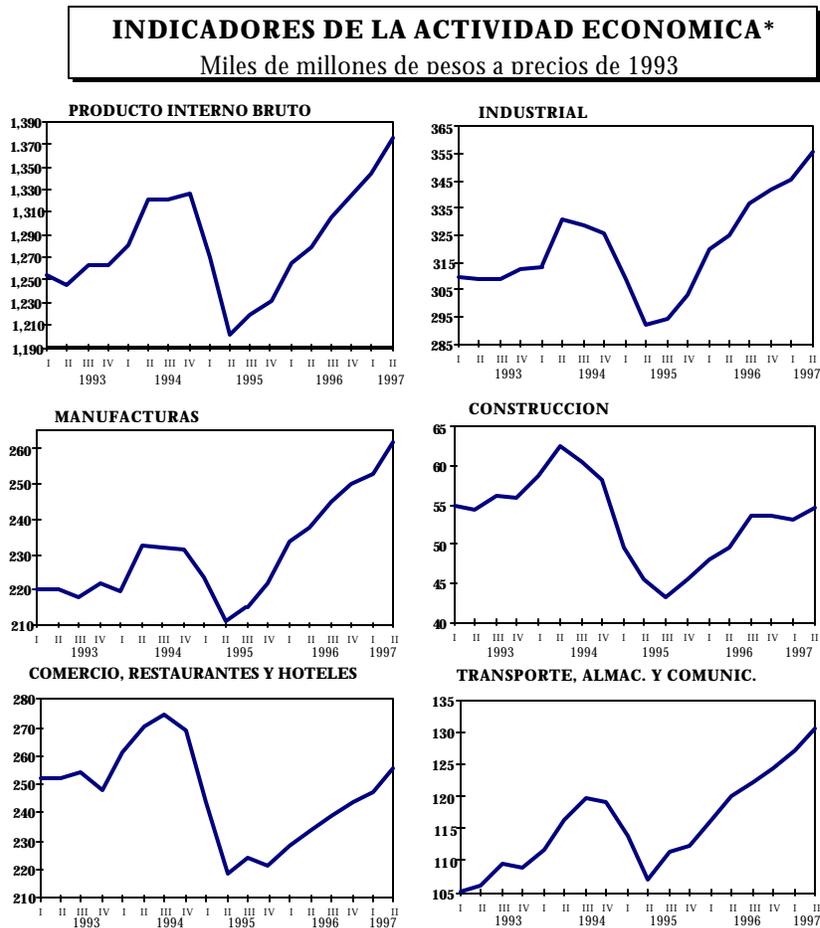
| | 1995 | 1996 | | | | | 1997 | | | |
|------------------------------------|-------|------|------|------|------|--------|-------|-----|------|--------|
| | Anual | I | II | III | IV | I Sem. | Anual | I | II | I Sem. |
| TOTAL | -6.2 | -0.4 | 6.4 | 7.0 | 7.6 | 2.9 | 5.1 | 5.1 | 8.8 | 7.0 |
| Sector agrícola, silvícola y pesca | 1.0 | 4.6 | 2.2 | -4.3 | 1.6 | 3.5 | 1.2 | 1.6 | 10.4 | 5.8 |
| Sector industrial | -7.8 | 3.4 | 11.1 | 14.2 | 13.0 | 7.2 | 10.4 | 6.3 | 11.2 | 8.8 |
| Minería | -2.7 | 6.9 | 7.6 | 6.4 | 12.5 | 7.2 | 8.3 | 1.0 | 5.9 | 3.5 |
| Manufacturas | -4.8 | 4.8 | 12.5 | 13.7 | 12.7 | 8.5 | 10.9 | 6.2 | 12.0 | 9.2 |
| Construcción | -23.5 | -3.9 | 8.9 | 24.1 | 17.8 | 2.2 | 11.4 | 8.7 | 11.5 | 10.2 |
| Electricidad, gas y agua | 2.1 | 3.0 | 4.1 | 5.6 | 5.1 | 3.5 | 4.5 | 5.4 | 5.1 | 5.2 |
| Sector servicios | -6.4 | -3.0 | 4.7 | 4.9 | 6.0 | 0.7 | 3.1 | 5.0 | 7.7 | 6.3 |
| Comercio, restaurantes y hoteles | -15.6 | -6.6 | 6.9 | 6.4 | 10.1 | -0.1 | 4.1 | 5.6 | 11.7 | 8.8 |
| Transportes y comunicaciones | -4.9 | 2.0 | 12.5 | 9.8 | 10.9 | 7.1 | 8.7 | 7.3 | 11.2 | 9.3 |
| Servicios financieros e inmuebles | -0.3 | -2.5 | 1.9 | 3.6 | 3.0 | -0.3 | 1.4 | 4.7 | 5.7 | 5.2 |
| Serv. comunales, sociales y pers. | -2.3 | -2.2 | 1.6 | 2.3 | 2.6 | -0.4 | 1.0 | 3.6 | 4.1 | 3.8 |

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales (INEGI)

El producto interno bruto del sector industrial aumentó 8.8 por ciento en la primera mitad del presente año, con lo que hizo una contribución importante al crecimiento del PIB total. En las divisiones que lo conforman, la de manufacturas creció 9.2 por ciento y la construcción 10.2 por ciento. Por su parte, las divisiones de electricidad, gas y agua, y la minería aumentaron respectivamente 5.2 por ciento y 3.5 por ciento.

El crecimiento de la industria manufacturera en el primer semestre de 1997 provino de aumentos de producción en todas sus divisiones (pero no de todas sus ramas), sobresaliendo los correspondientes a la producción de maquinaria y equipo (16.7 por ciento); industrias metálicas básicas (13.5 por ciento); papel, imprenta y editoriales (11.3 por ciento); textiles, prendas de vestir e industria del cuero (12.1 por ciento); otras manufacturas (10.6 por ciento); y productos de minerales metálicos (8.4 por ciento).

GRAFICA 5

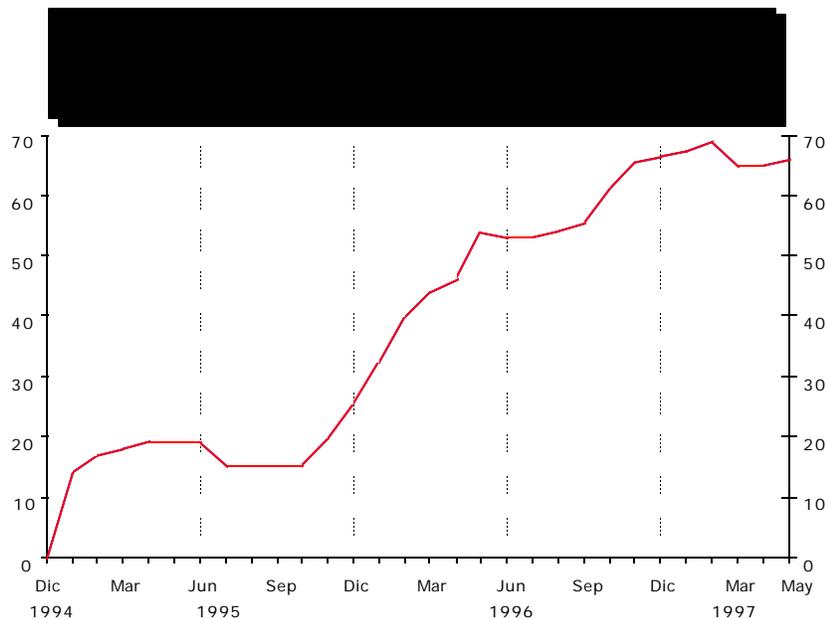


*Series desestacionalizadas

La recuperación de la producción en los distintos sectores y ramas de actividad no ha dependido exclusivamente de aumentos de la demanda interna y de las exportaciones, sino también de que las empresas han perseverado en la adopción de medidas de modernización. Lo anterior es evidente en el caso del sector manufacturero, que en conjunto fue el que más rápidamente superó los niveles de producción previos a la crisis económica que estalló a finales de 1994. A mayo de 1997, 29 de las 49 ramas de actividad que integran dicho sector habían superado ya sus niveles más altos de

producción registrados en el periodo 1993-94 (ver gráfica 6). Es pertinente señalar que varias de las ramas que no forman parte de ese grupo se habían rezagado desde antes de 1994 en la adopción de medidas de modernización. Por ello, desde entonces enfrentaron problemas para adecuarse a un ambiente de creciente competencia y apertura con el exterior. Entre ellas destacan algunas ramas del sector textil; hilados de fibras duras (henequén); equipo y material de transporte (embarcaciones, vagones de ferrocarril y metro); imprenta y editoriales; productos de madera y corcho; y muebles metálicos. De hecho, los máximos niveles de producción logrados por un gran número de esas ramas se remontan a finales de los ochentas y principios de los noventas.

GRAFICA 6



Dentro del rubro de la minería, tanto el sector petrolero como el no petrolero registraron aumentos de producción en la primera mitad de 1997. En el sector no petrolero mostró avances la rama de arena, grava y arcilla, como consecuencia de un mayor ritmo de actividad en la industria de la construcción. En contraste, la producción en las ramas de otros minerales no metálicos y de mineral de hierro se redujo debido, en parte, a la debilidad de los precios internacionales de algunos de esos productos. En el caso del mineral de hierro, otro factor que afectó adversamente su producción fue la

menor demanda por parte de la industria siderúrgica, la cual adoptó un cambio tecnológico en su proceso productivo que le permitió utilizar en mayor proporción desechos metálicos fundidos en sustitución de dicho mineral. En la minería petrolera, hubo incrementos importantes en la producción de petróleo crudo y de gas natural. Por su parte, el sector de electricidad, gas y agua creció 5.2 por ciento, principalmente en respuesta a una mayor demanda de las empresas y en menor grado a la demanda del servicio doméstico.

El producto interno bruto del sector agropecuario, silvícola y pesquero creció 5.8 por ciento en el primer semestre de 1997, tasa que supera a la de 1.2 por ciento conseguida en 1996. Este desempeño del sector agropecuario se sustentó principalmente en la mejoría de la producción agrícola.

La producción del sector servicios se fortaleció en la primera mitad de 1997, al crecer 6.3 por ciento con relación al nivel del lapso comparable del año anterior. Todas las actividades que conforman este sector han mostrado un mayor dinamismo en el presente año que en el precedente, destacando las de comercio, restaurantes y hoteles, y transporte y comunicaciones.

I.2. Empleo y Remuneraciones

La estadística del número de trabajadores asegurados en el IMSS es un indicador de ocupación de amplia cobertura. En el segundo trimestre de 1997, dicho indicador mostró un incremento de 9.3 por ciento con respecto a su nivel del mismo periodo del año precedente. Ese favorable desempeño es el reflejo de un aumento de 9.2 por ciento en el número de trabajadores permanentes y de 9.6 por ciento de los eventuales (ver cuadro 6). Las estadísticas oportunas correspondientes a julio y la primera quincena de agosto, indican que el número de trabajadores permanentes se incrementó 9.9 y 9.8 por ciento, ambas tasas medidas con relación a los mismos periodos del año pasado.

CUADRO 6
EMPLEO
Variaciones porcentuales anuales

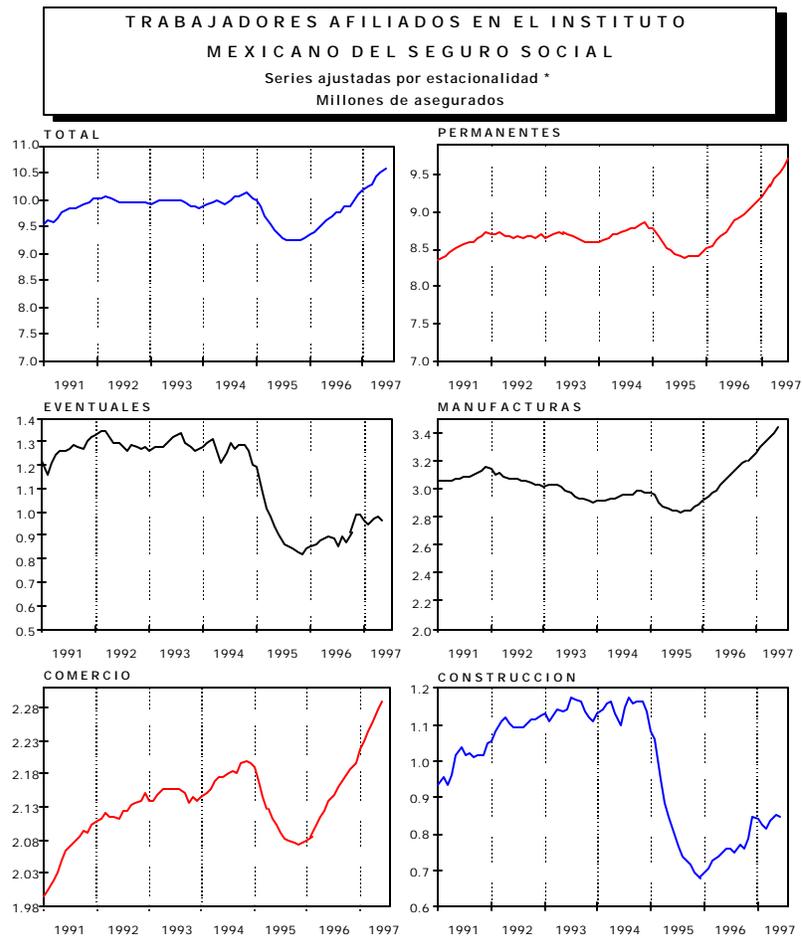
| | 1995 | 1996 | | | | | 1997 | | | | |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|------|------|-------|------|------|------|------|-------------------|
| | Anual | I | II | III | IV | Anual | I | II | Jun. | Jul. | Jun 97/ Dic 96 |
| Asegurados en el IMSS | | | | | | | | | | | |
| Total | -5.4 | -4.4 | 1.7 | 5.5 | 7.9 | 2.6 | 8.9 | 9.3 | 9.1 | -- | 3.9 |
| Permanentes | -2.7 | -1.5 | 2.9 | 6.1 | 7.6 | 3.7 | 8.5 | 9.2 | 9.3 | 9.9 | 5.7 * |
| Eventuales | -24.4 | -25.7 | -9.2 | 0.2 | 11.2 | -7.7 | 12.4 | 9.6 | 7.5 | -- | -4.3 |
| Manufactureras | -2.5 | 0.2 | 5.9 | 10.2 | 11.8 | 7.0 | 12.1 | 12.3 | 12.0 | -- | 6.9 |
| Agropecuario | -3.2 | 1.2 | 2.0 | 0.2 | 1.8 | 1.3 | 5.2 | 5.5 | 5.2 | -- | 3.4 |
| Ind. Extractivas | -3.1 | -0.3 | 4.8 | 10.4 | 9.1 | 5.9 | 4.8 | 4.2 | 4.0 | -- | 1.8 |
| Construcción | -27.6 | -30.6 | -11.9 | 2.0 | 14.4 | -9.1 | 15.9 | 13.2 | 12.6 | -- | -3.5 |
| Personal Ocupado en la | | | | | | | | | | | |
| Ind. Maquiladora | 11.2 | 13.0 | 14.7 | 18.4 | 19.4 | 16.4 | 19.4 | 20.3 | 19.5 | -- | -- |
| Ind. Manufacturera (INEGI) | | | | | | | | | | | |
| | -9.1 | -2.8 | 1.9 | 4.7 | 5.3 | 2.2 | 4.8 | 5.5 | 5.1 | -- | -- |
| Tasa de Desempleo | | | | | | | | | | | |
| Abierto Urbano | 6.2 | 6.2 | 5.6 | 5.5 | 4.7 | 5.5 | 4.3 | 3.9 | 3.4 | 4.1 | -- |
| Cd. de México | 7.1 | 7.6 | 7.3 | 6.8 | 5.6 | 6.8 | 5.1 | 4.9 | 4.3 | 5.0 | -- |
| Guadalajara | 6.7 | 5.6 | 5.1 | 4.9 | 4.4 | 5.0 | 4.3 | 3.6 | 3.3 | 3.9 | -- |
| Monterrey | 8.0 | 6.7 | 5.6 | 6.4 | 5.4 | 6.0 | 4.9 | 4.0 | 3.3 | 4.9 | -- |

* Cifra a julio de 1997.

Fuente: IMSS; Estadísticas de la Industria Maquiladora de Exportación, INEGI; y Encuesta Nacional de Empleo Urbano, INEGI.

En el periodo diciembre de 1996 a junio de 1997 el número de trabajadores asegurados ha mostrado una recuperación en casi la totalidad de los sectores productivos, pero ha sido más importante en el manufacturero. La excepción ha sido la industria de la construcción, único sector cuya ocupación presentó una disminución en dicho periodo. No obstante, esta reducción se explica por factores estacionales, toda vez que la serie ajustada por estacionalidad registró un crecimiento de 0.1 por ciento (ver gráfica 7).

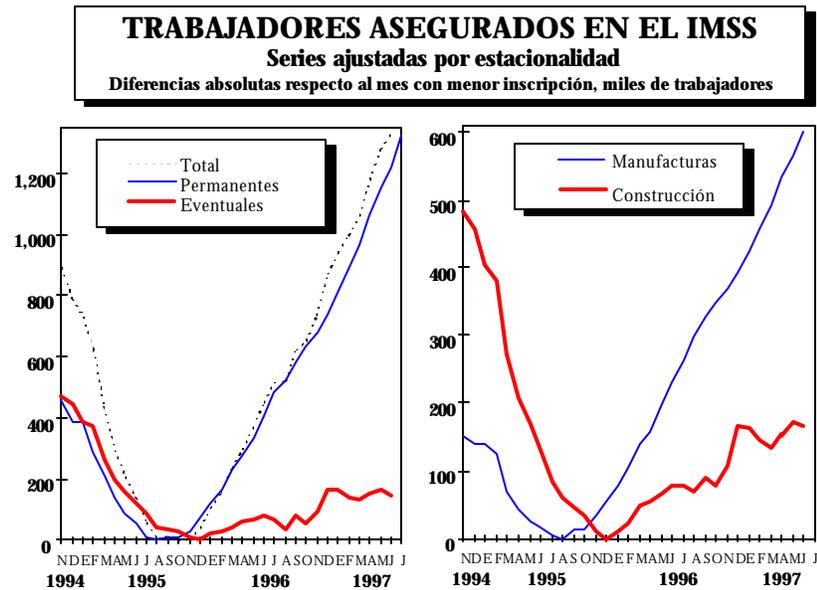
GRAFICA 7



* Cifras a junio de 1997, excepto en los asegurados permanentes que se refieren a julio de 1997.

Al mes de junio de 1997, el total de trabajadores asegurados medido a través de una serie desestacionalizada superó en 328 mil el nivel de noviembre de 1994. La creación de puestos de trabajo se ha reflejado en un aumento de 1.3 millones de trabajadores asegurados al compararse el nivel correspondiente de junio de 1997 con el de octubre de 1995, mes a partir del cual comienza la recuperación del empleo (ver gráfica 8).

GRAFICA 8



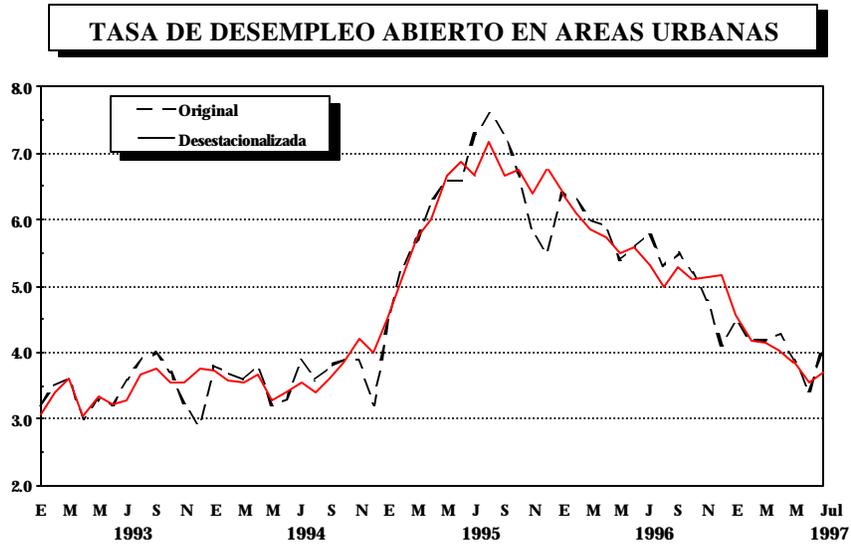
La positiva evolución de la ocupación en el periodo enero-junio de 1997 ha abarcado a la totalidad del territorio nacional. Sin embargo, la creación de empleos ha sido más acentuada en las entidades del norte del país, impulsada por la expansión continua de la actividad maquiladora y exportadora. También en el Distrito Federal se registró un aumento neto en el número de trabajadores asegurados del 3.2 por ciento en junio de 1997 con relación al nivel de diciembre de 1994. Ese aumento ha sido el más bajo entre todas las entidades del país, lo que contrasta con lo sucedido en Baja California, Baja California Sur, Quintana Roo y Chihuahua, donde los incrementos netos en el número de trabajadores asegurados en ese mismo periodo han sido respectivamente de 29.4, 22.7, 26.7 y 18 por ciento.

La generación de empleos en la industria maquiladora de exportación se ha acelerado en 1997. El crecimiento de la ocupación en esa actividad fue de 19.4 por ciento en el primer trimestre y de 20.3 por ciento en el segundo trimestre, tasas que se comparan favorablemente con la de 16.4 por ciento en 1996 (18.9 por ciento en el segundo semestre de ese año). La expansión del empleo maquilador ha sido relativamente más alta en los estados no fronterizos, debido a que se parte de una base de comparación más reducida.

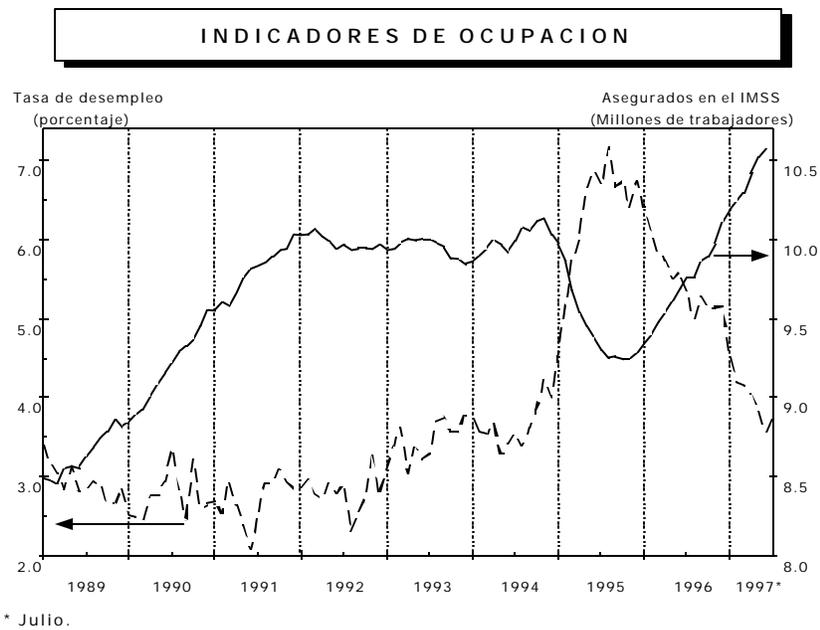
La expansión de la demanda de trabajo ha dado lugar a que decrezca la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas. Dicha tasa se ubicó en julio de 1997 en 4.1 por ciento (ver gráfica 9 y 10). La tasa de julio de 1997, ajustada por estacionalidad, fue de 3.7 por ciento y resultó 1.4 puntos porcentuales menor que la de diciembre del año anterior.²

² La tasa de desempleo abierto incluye a la población de 12 años y más que en la semana de entrevista no tenía empleo y realizó alguna actividad para encontrarlo en los dos meses anteriores al periodo de referencia. Tal medición utiliza los criterios definidos por la Organización Internacional de Trabajo (OIT). La tasa de desempleo es calculada mensualmente por el INEGI mediante la Encuesta Nacional de Empleo Urbano (ENEU), que recoge en las 43 áreas urbanas más importantes del país.

GRAFICA 9



GRAFICA 10

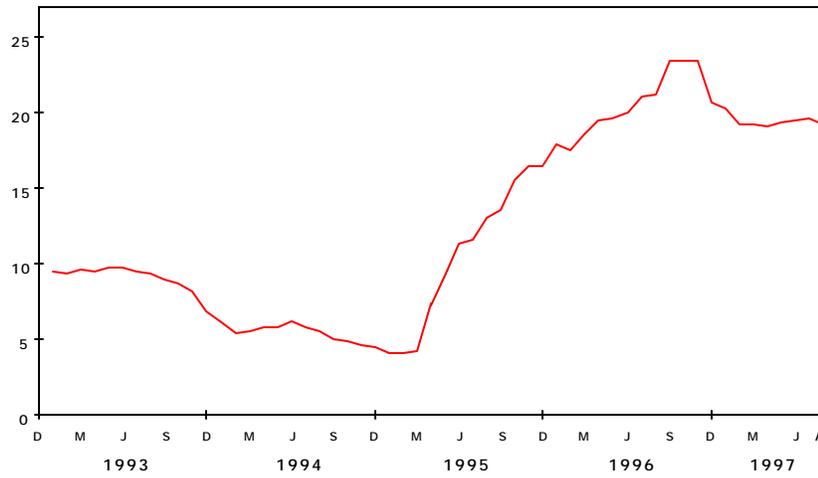


Durante 1997 se ha empezado a observar una desaceleración en los incrementos de las remuneraciones nominales por trabajador, lo cual es congruente con el abatimiento de las expectativas inflacionarias. Los incrementos salariales contractuales con vigencia anual pactados en agosto de 1997 promediaron 18.4 por ciento (ponderados por el número de personas afectadas por cada contrato negociado), tasa ligeramente más baja que las correspondientes al primero y segundo trimestres del año, y que fueron de 19.2 y 19.5 por ciento respectivamente. Las revisiones salariales de agosto son también, en promedio, más bajas que las de 22.9 por ciento que se registraron en el segundo semestre del año pasado (ver gráfica 11).

La masa salarial total del sector manufacturero (suma de sueldos, salarios y prestaciones) medida en términos reales comenzó a repuntar en 1997, al incrementarse en el segundo trimestre 5.8 por ciento con relación al nivel de los mismos meses de 1996. Esa cifra se compara favorablemente con las variaciones anuales de 0.6 por ciento para el primer trimestre de 1997 y de -1.7 por ciento para el cuarto trimestre del año pasado. El aumento de la masa salarial se explica principalmente por el aumento en el número de trabajadores, ya que en el presente año las remuneraciones medias por trabajador en términos reales han mostrado apenas una incipiente variación positiva (ver gráfica 12).

GRAFICA 11

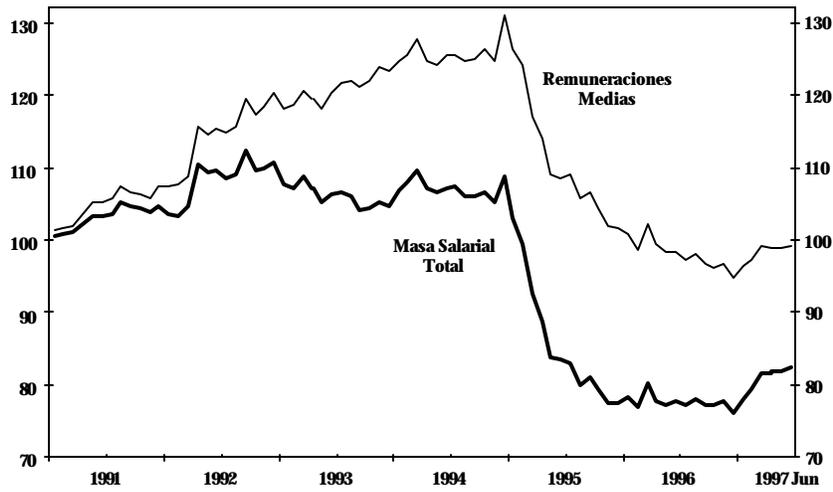
**INCREMENTOS EN LOS SALARIOS
NOMINALES CONTRACTUALES***
Variaciones porcentuales anuales



* Promedio móvil de tres meses ponderado por número de trabajadores.

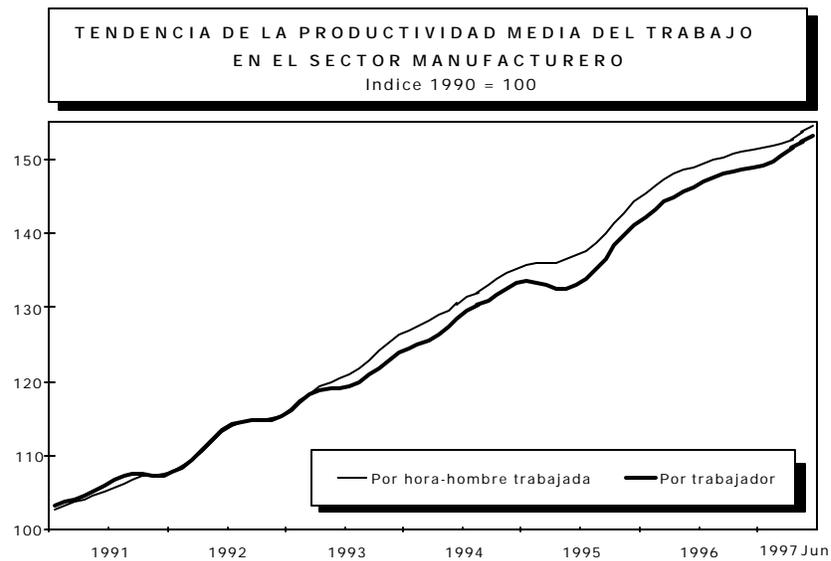
GRAFICA 12

REMUNERACIONES REALES EN EL SECTOR MANUFACTURERO
Series desestacionalizadas; Índice 1990 = 100



A lo largo de 1997 la productividad del trabajo ha conservado la notable tendencia al alza mostrada en los últimos años (ver gráfica 13). En los primeros seis meses de 1997 la productividad por trabajador en el sector manufacturero se incrementó 3.8 por ciento con relación a la cifra del mismo periodo de 1996, mientras que la productividad por hora-hombre lo hizo en 3.2 por ciento. La favorable tendencia que ha mostrado la productividad del trabajo a lo largo de 1997, aunada a la moderación de las demandas salariales, no sólo ha contribuido a una importante expansión del empleo, sino que ha permitido además que disminuyan los costos laborales reales por unidad de producto, también denominados costos unitarios reales de la mano de obra (ver cuadro 7).

GRAFICA 13



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

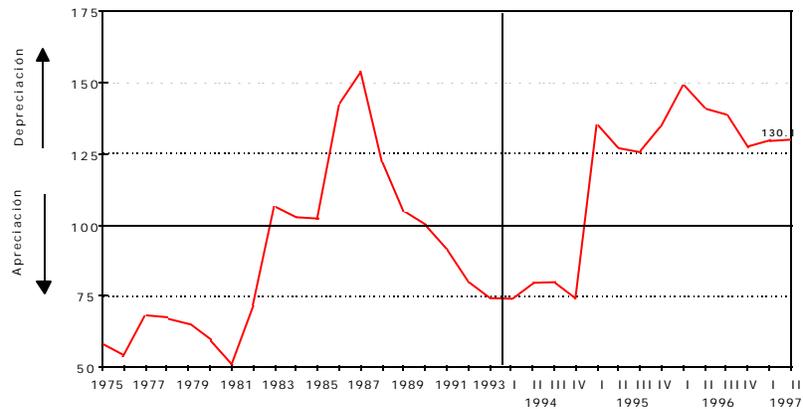
| | Remuneraciones medias reales | Productividad media por trabajador | Costos unitarios reales |
|---------------|---------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|
| 1995 | -12.4 | 4.8 | -16.3 |
| I Trimestre | -2.5 | 8.9 | -10.4 |
| II Trimestre | -11.6 | 0.6 | -12.2 |
| III Trimestre | -14.4 | 3.7 | -17.4 |
| IV Trimestre | -19.9 | 5.9 | -24.4 |
| 1996 | -10.9 | 8.5 | -18.0 |
| I Trimestre | -16.8 | 7.8 | -22.9 |
| II Trimestre | -10.6 | 10.4 | -19.1 |
| III Trimestre | -9.1 | 8.6 | -16.4 |
| IV Trimestre | -6.7 | 7.2 | -13.0 |
| 1997 | | | |
| I Trimestre | -4.0 | 1.3 | -5.2 |
| II Trimestre | 0.3 | 6.3 | -5.6 |

Fuente: INEGI y elaboraciones del Banco de México.

El favorable desempeño de los costos unitarios reales del trabajo en 1997 se ha reflejado en la evolución del tipo de cambio real del peso mexicano. El tipo de cambio real medido por los costos unitarios del trabajo en México vis-a-vis los de los principales socios comerciales del país se ha mantenido muy depreciado en 1997, no únicamente con referencia a sus niveles de 1994 sino también desde una perspectiva histórica. Al cierre del primer semestre de 1997, el tipo de cambio real en la definición aludida se mantuvo a uno de sus niveles más depreciados de los últimos 20 años (ver gráfica 14).

GRAFICA 14

MEXICO: INDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL BASADO EN COSTOS UNITARIOS DE LA MANO DE OBRA EN EL SECTOR MANUFACTURERO*
 Índice 1990=100 y promedios de periodo

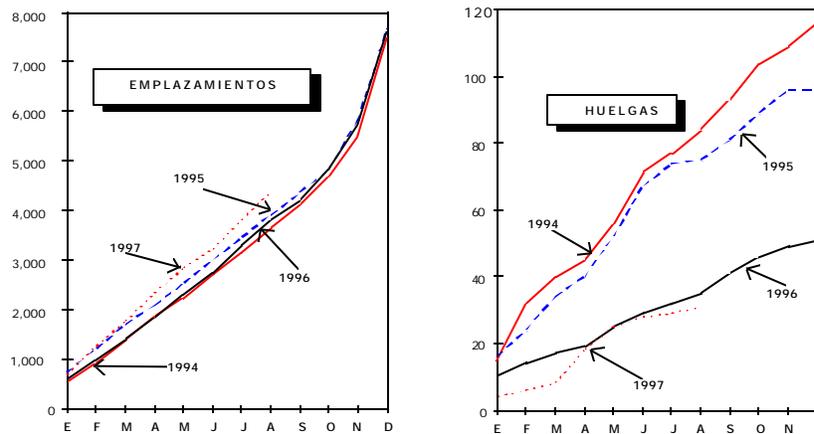


* Calculado con respecto a los ocho principales socios comerciales en el comercio de manufacturas. (Estados Unidos, Canadá, Japón, Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y España).

* * *

GRAFICA 15

NUMERO DE EMPLAZAMIENTOS Y HUELGAS
 Cifras acumuladas



Por otro lado en los primeros ocho meses de 1997 tan sólo estallaron 31 huelgas, la cifra más baja para esos meses de los últimos cuatro años. Esto, no

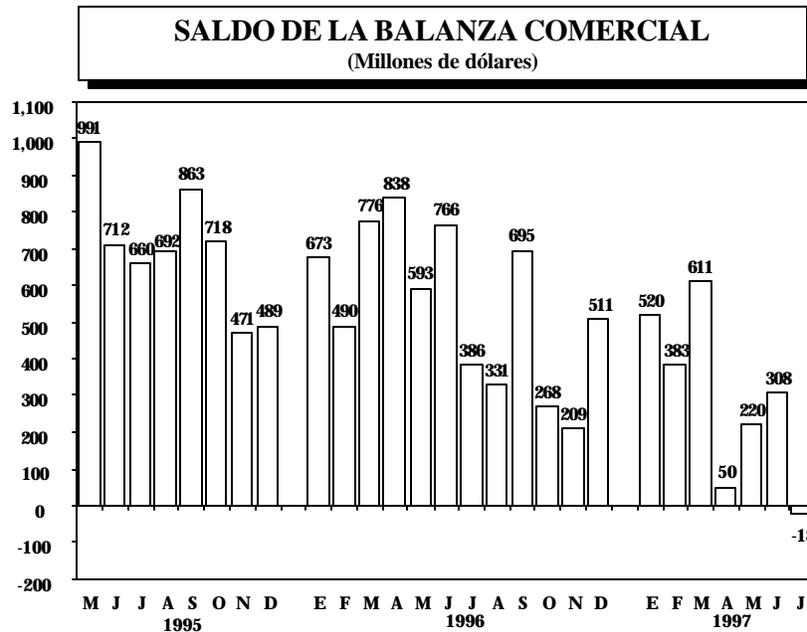
obstante que en ese lapso se dieron 4,352 emplazamientos, el nivel más alto para igual periodo en los últimos cuatro años.

I.3. Sector Externo

Durante 1997, la evolución del sector externo de la economía mexicana se ha caracterizado por lo siguiente: a) la balanza comercial acumulada en el año ha mantenido un saldo superavitario; b) las exportaciones de mercancías siguen creciendo aceleradamente; c) el valor de las importaciones continúa incrementándose en respuesta principalmente al mayor ritmo de la actividad económica, al dinamismo exportador y a la apreciación del tipo de cambio real³, además de que la expansión de las importaciones es reflejo del superávit de la cuenta de capital de la balanza de pagos; d) la cuenta corriente ha mostrado un pequeño déficit; e) el sector público ha continuado ampliando su acceso a los mercados internacionales de capital, lo que le ha permitido efectuar prepagos sobre la deuda pública externa y mejorar tanto su perfil de vencimientos como su costo; f) acceso creciente del sector privado al financiamiento externo; g) elevado monto de la inversión extranjera directa, que ha comprendido una mayor participación de inversionistas del exterior tanto en privatizaciones como en la adquisición de empresas privadas ya existentes; y h) importante acumulación de activos internacionales netos y de reservas internacionales netas por parte del Banco de México.

³ Si se estima el tipo de cambio real multilateral del peso considerando a los principales socios comerciales del país y con base en índices de precios al consumidor, la moneda nacional se ha apreciado 10.5 por ciento en términos reales de junio de 1997 con respecto al mismo mes de 1996. Este resultado puede variar significativamente en función de la metodología que se utilice para medir al tipo de cambio real.

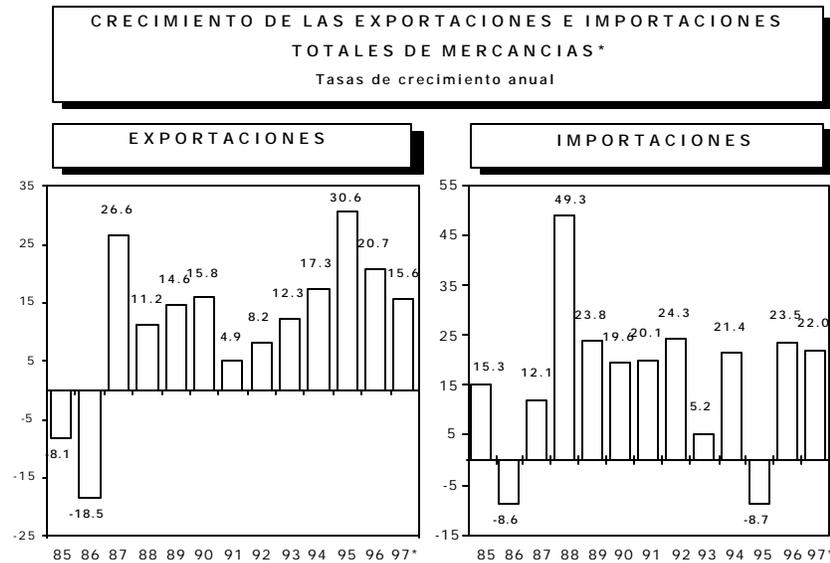
GRAFICA 16



En los primeros siete meses de 1997 la balanza comercial mostró un superávit de 2,073 millones de dólares. Además, el saldo mensual de la balanza comercial ha sido superavitario en todos los meses de ese periodo, con excepción de la cifra correspondiente a julio pasado (ver gráfica 16). La favorable evolución de las exportaciones totales y en particular la de las no petroleras, explican en buena parte el desarrollo de la balanza comercial. En el lapso de referencia, el valor acumulado de las exportaciones de mercancías ascendió a 61,825 millones de dólares, con un crecimiento de 15.6 por ciento respecto al nivel de los mismos meses del año pasado (ver gráfica 17). El crecimiento de las exportaciones no petroleras fue más alto, ya que en el lapso enero-julio alcanzó 16.9 por ciento. Como puede apreciarse en el cuadro 8, el crecimiento de las exportaciones mexicanas durante 1997 ha superado al registrado en ese mismo año por las exportaciones de un número considerable de otros países⁴.

⁴ Los pronósticos del Fondo Monetario Internacional para el crecimiento de las exportaciones de mercancías en 1997, medidas en dólares corrientes, son los siguientes: total de exportaciones mundiales, 3.0 por ciento; países avanzados, 1.8 por ciento; países en desarrollo, 7.6 por ciento. En este último grupo, las tasas correspondientes a África, Asia y Asia sin China e India, son 5.9, 9.2 y 7.1 por ciento, respectivamente, mientras que la tasa proyectada de crecimiento para las exportaciones de mercancías del Hemisferio Occidental resulta de 7.7 por ciento.

GRAFICA 17



* Enero - Julio.

Durante los primeros siete meses de 1997 el valor de las exportaciones manufactureras ascendió a 52,337 millones de dólares, con un crecimiento de 17.7 por ciento con respecto al nivel del primer semestre de 1996. Las tasas de crecimiento de las ventas al exterior de los sectores maquilador y no maquilador fueron respectivamente de 22.1 por ciento y 14.1 por ciento. El dinamismo de estos dos renglones permitió que en el periodo enero-julio de 1997 las exportaciones manufactureras alcanzaran 84.7 por ciento de las exportaciones totales, lo que constituye un nivel sin precedente histórico en México (ver gráfica 18).

CUADRO 8
**CRECIMIENTO* EN EL VALOR DE LAS EXPORTACIONES
DE ECONOMIAS SELECCIONADAS**

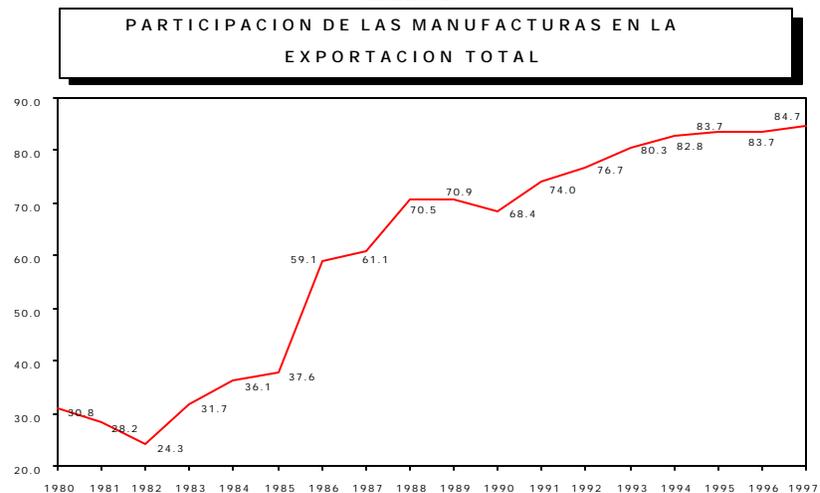
| Paises | Tasa de Crecimiento | Paises | Tasa de Crecimiento |
|-------------------------------|---------------------|--------------------------------|---------------------|
| <u>Economías Industriales</u> | | <u>Economías en Desarrollo</u> | |
| Estados Unidos ⁴ | 7.2 | Corea ⁴ | -1.6 |
| Canadá ⁵ | 5.3 | Hong Kong ⁵ | 3.1 |
| Japón ⁵ | 2.3 | Taiwan ⁴ | 4.9 |
| Alemania ³ | -1.5 | Singapur ² | -3.1 |
| Francia ³ | -3.3 | China ⁴ | 26.7 |
| Reino Unido ² | 8.0 | Filipinas ⁴ | 23.5 |
| España ³ | 2.8 | Israel ⁵ | 8.4 |
| Nueva Zelanda ⁴ | -0.2 | Argentina ⁶ | 8.5 |

| | | | |
|--|------|-----------------------|------|
| Suiza ⁶ | -6.3 | Brasil ⁵ | 8.1 |
| | | Chile ⁴ | 7.6 |
| <u>México:</u> | | Colombia ³ | 5.8 |
| Exportaciones Totales ⁶ | 15.6 | Uruguay ¹ | 11.8 |
| Exportaciones No Petroleras ⁶ | 16.9 | | |

¹ Tasas de crecimiento respecto al mismo periodo del año anterior.

¹ Enero-febrero; ² Enero-marzo; ³ Enero-abril; ⁴ Enero-mayo; ⁵ Enero-junio; ⁶ Enero-julio

GRAFICA 18



* Enero - Julio.

El dinamismo de las exportaciones manufactureras ha abarcado todos los renglones de éstas, con excepción de las correspondientes a dos sectores: el automotriz y el minerometalúrgico (ver cuadro 9).

CUADRO 9

CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES MANUFACTURERAS: 1996 - 1997

Variaciones porcentuales anuales con respecto al mismo periodo del año anterior

| Concepto | 1996 | 1997 |
|---|------|---------|
| | | Ene-Jul |
| EXPORTACION MANUFACTURERA | 20.7 | 17.7 |
| A. Alimentos, Bebidas y Tabaco | 15.9 | 10.9 |
| B. Text. Artículos de Vestir e Ind. del Cuero | 29.4 | 43.2 |
| C. Industria de la Madera y sus Productos | 39.0 | 31.3 |
| D. Papel, Imprenta e Industria Editorial | 2.7 | 25.8 |
| E. Química | 1.0 | 11.1 |
| F. Productos de Plástico y de Caucho | 16.3 | 25.7 |
| G. Fab. Otros Prods. Miner. no Metálicos | 22.3 | 21.8 |
| H. Industrias Básicas, Hierro y Acero | -0.1 | 22.5 |
| I. Minerometalurgia ¹ | -5.3 | -8.2 |
| J. Productos Metálicos, Maq. y Equipo | 24.7 | 15.6 |
| 1. Para la Agricultura y Ganadería | 1.5 | 14.5 |
| 2. Para los Ferrocarriles | 27.0 | 71.4 |
| 3. Para otros Transportes y Comunicaciones | 28.7 | 1.4 |
| Industria Automotriz | 31.8 | 2.3 |

| | | |
|--|------|------|
| 4. Maq. y Equipo Esp. P/ Inds. Diversas | 34.0 | 35.9 |
| 5. Equipo Profesional y Científico | 30.8 | 30.1 |
| 6. Equipo y Aparatos Eléc. y Electrónicos | 18.6 | 19.2 |
| 7. Aparatos de Fotografía, Óptica y Relojería | 19.3 | 15.8 |
| K. Otras Industrias Manufactureras | 8.9 | 18.3 |
| Exp. Manufacturera sin Automotriz | 17.7 | 22.5 |
| Exp. Manufacturera sin Minerometalúrgica | 21.4 | 18.3 |
| Exp. Manuf. sin Automotriz y sin Minerometalúrgica | 18.5 | 23.5 |
| De Maquiladoras | 19.1 | 22.5 |
| Resto | 17.5 | 24.8 |

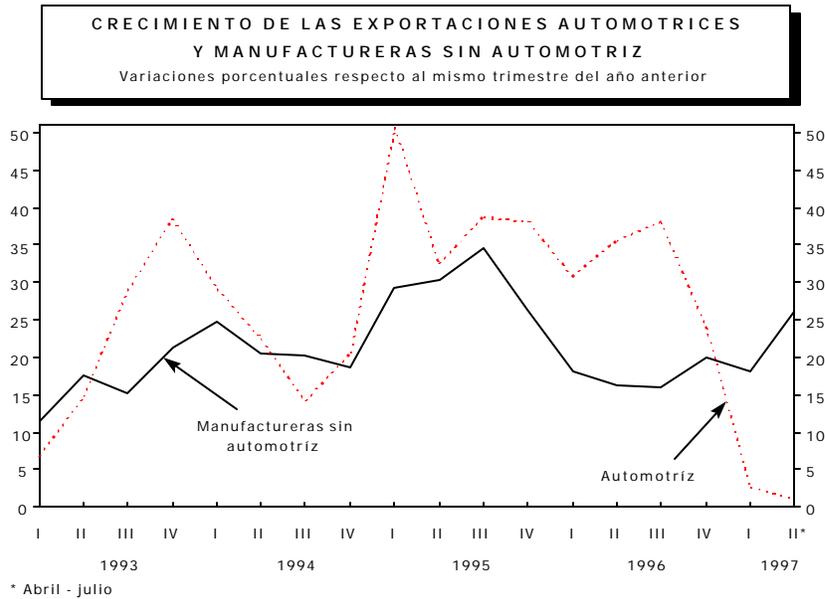
¹ Comprende a las exportaciones de las industrias básicas de metales no ferrosos.

Las exportaciones automotrices crecieron sólo 2.3 por ciento en los primeros siete meses de 1997 con respecto a su nivel del mismo lapso de 1996. Ello, como resultado de que las fábricas productoras de automóviles se encuentran operando a plena capacidad, además de que se ha incrementado en forma importante la demanda interna. Sin embargo, se espera en el futuro cercano una reactivación de la exportación automotriz, a la luz de las importantes expansiones de capacidad productiva que están llevando a cabo varias armadoras.

En lo que respecta a las ventas al exterior de la industria minerometalúrgica, éstas cayeron durante los primeros siete meses de 1997 debido a la disminución de los precios internacionales. En los casos de la plata en barras, plomo refinado y tubos de cobre, tres de los principales productos de exportación de esta industria, la caída en sus precios de exportación más que compensó el efecto de los aumentos en los volúmenes exportados.

Las exportaciones manufactureras sin considerar al sector automotriz han observado un dinamismo muy satisfactorio, ya que en el periodo enero-julio de 1997 crecieron 22.5 por ciento con respecto al mismo lapso de 1996 (ver gráfica 19), mientras que las manufactureras sin automotriz y sin minerometalúrgica (que representan el 77.5 por ciento del total de exportaciones manufactureras) lo hicieron en 23.5 por ciento, calculadas ambas tasas con relación a las cifras de los primeros siete meses del año anterior. En el periodo de referencia, las exportaciones manufactureras no maquiladoras, con la exclusión de las correspondientes a los sectores automotriz y minerometalúrgico, se expandieron a una tasa de 24.8 por ciento (ver cuadro 9).

GRAFICA 19



Durante 1997 la evolución de las exportaciones petroleras ha estado sujeta a dos factores que han ejercido influencia en direcciones opuestas. Por un lado, las condiciones prevalecientes en el mercado petrolero internacional han generado presiones a la baja en el precio del crudo. Por otro lado, el volumen exportado por México ha logrado un aumento significativo. En los primeros siete meses del presente año el valor total de las ventas de productos petroleros ascendió a 6,605 millones de dólares, monto 5.6 por ciento superior al del mismo lapso de 1996. En el lapso enero-julio de 1997 el precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación se ubicó en 16.92 dólares por barril, 0.60 dólares menos que en el mismo periodo del año pasado. Por su parte, el volumen exportado en los primeros siete meses de 1997 alcanzó 1.7 millones de barriles diarios, con un crecimiento de 10.3 por ciento respecto a la cifra del lapso comparable del año pasado.

En el periodo enero-julio de 1997, el valor de las exportaciones agropecuarias fue de 2,597 millones de dólares, lo que representó un crecimiento de 3.5 por ciento con respecto a la cifra correspondiente del año anterior. La evolución de estas exportaciones fue favorecida por precios internacionales más elevados de algunos de los productos exportados y por mejores condiciones climatológicas en diversas zonas productoras del país. Aquellos productos cuyas exportaciones tuvieron un desempeño más

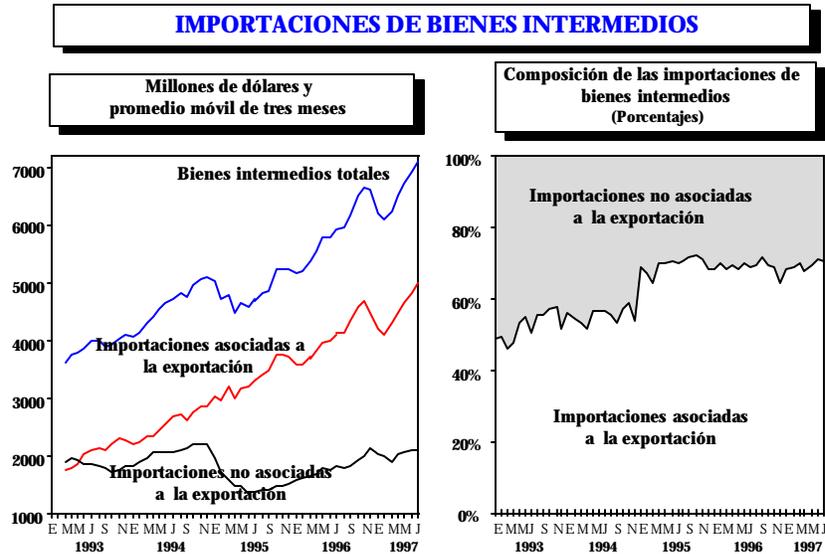
favorable fueron las hortalizas y legumbres, melón, sandía, jitomate, cacao y café.

Durante 1997 ha continuado la recuperación de las importaciones de mercancías. Ello, en respuesta a un mayor ritmo de la actividad económica, al dinamismo exportador y a la apreciación del tipo de cambio real. Visto desde otra perspectiva, la mayor demanda de importaciones es una consecuencia natural del superávit que en 1997 ha arrojado la cuenta de capital de la balanza de pagos, el cual, dicho sea de paso, se ha reflejado en la citada apreciación del tipo de cambio real. En la medida en que las entradas netas de capitales del exterior sean sostenidas, la apreciación real de la moneda nacional continuará. En el mediano y largo plazo, las autoridades no pueden hacer mucho para evitar la apreciación real causada por flujos de capitales hacia el país.

En los primeros siete meses del presente año, el valor de las importaciones de mercancías ascendió a 59,752 millones de dólares, lo que implicó un incremento de 22 por ciento con referencia al dato del mismo periodo del año pasado (ver gráfica 17). Esta tasa es ligeramente más baja que la obtenida en 1996, que fue de 23.5 por ciento.

Durante el periodo enero-julio de 1997 la importación de bienes intermedios ascendió a 46,942 millones de dólares, con un incremento de 18.2 por ciento respecto de la cifra del lapso comparable de 1996. Las importaciones de insumos efectuadas por empresas exportadoras se incrementaron 18.6 por ciento, mientras que el resto de las importaciones de insumos crecieron 17.2 por ciento.

GRAFICA 20



Las importaciones de bienes intermedios por empresas dedicadas a la actividad exportadora han incrementado su importancia dentro del total. Esto se muestra en la gráfica 20. A su vez, las importaciones tanto de bienes intermedios como de capital en que es posible identificar un vínculo directo con la actividad exportadora han pasado del 40.5 por ciento de las importaciones totales de mercancías en 1993, a alrededor de 60 por ciento actualmente (ver cuadro 10).

CUADRO 10
COMPOSICION DE LAS IMPORTACIONES TOTALES
 Por cientos

| Importaciones de: | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997* |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| Insumos Asociados a la Exportación | 37.3 | 39.4 | 56.3 | 55.5 | 54.6 |
| Bienes de Capital de Empresas Exportadoras | 3.2 | 2.9 | 4.2 | 4.3 | 4.9 |
| Suma de Importaciones Asociadas a Exportaciones | 40.5 | 42.3 | 60.5 | 59.8 | 59.5 |
| Resto | 59.5 | 57.7 | 39.5 | 40.2 | 40.5 |
| Importaciones Totales | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

*Enero-julio

Durante los primeros siete meses de 1997, el valor de las importaciones de bienes de capital fue de 8,158 millones de dólares, lo que representa un incremento de 39.4 por ciento con respecto al monto observado en el periodo comparable de 1996. Dicho crecimiento se explica ya no sólo por el creciente gasto de inversión de las empresas exportadoras, como sucedía en el pasado reciente, sino que también por aquellas que canalizan en mayor grado su producción al mercado interno. En particular, las importaciones de bienes de capital efectuadas por empresas exportadoras crecieron 39.7 por ciento, en tanto que las realizadas por las demás empresas lo hicieron en 39.2 por ciento.

CUADRO 11
IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO
 Millones de dólares

| Concepto | 1996 | 1996 | | Variaciones Porcentuales | |
|--------------------------|-------|-------------|-------|--------------------------|------|
| | | 1996 | 1997 | 1996 | 1997 |
| | | Enero-julio | | Enero-julio | |
| TOTAL | 6,657 | 3,393 | 4,652 | 24.8 | 37.1 |
| Gasolina y gas | 789 | 366 | 626 | 23.0 | 71.0 |
| TOTAL SIN GASOLINA Y GAS | 5,868 | 3,027 | 4,026 | 25.0 | 33.0 |

En el lapso enero-julio de 1997 el valor de las importaciones de bienes de consumo sumó 4,652 millones de dólares, con un crecimiento de 37.1 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior. Dentro de ese total destacan por sus fuertes incrementos las adquisiciones de gasolina y de gas butano y propano, que crecieron 74.9 y 60.6 por ciento, respectivamente. De hecho, las importaciones de bienes de consumo, excluyendo los dos rubros

anteriores, aumentaron en el periodo de referencia 33 por ciento, 4.1 puntos porcentuales menos que el total de las importaciones de bienes de consumo (ver cuadro 11). Debe señalarse que el importante crecimiento mostrado por las importaciones de gasolina y gas ha sido resultado de una menor producción interna causada por trabajos de mantenimiento y reparaciones en algunas refinerías.

CUADRO 12
CUENTA CORRIENTE

Millones de dólares

| | ENE-JUN | | Variación Absoluta |
|--------------------------|---------|--------|-----------------------|
| | 1996 | 1997 | |
| Saldo | 450 | -1,667 | -2,117 |
| Balanza Comercial | 4,132 | 2,091 | -2,041 |
| Exportaciones | 45,477 | 52,420 | 6,943 |
| Importaciones | 41,345 | 50,329 | 8,984 |
| Servicios no Factoriales | 705 | 280 | -425 |
| Servicios Factoriales | -6,619 | -6,370 | 249 |
| Transferencias | 2,232 | 2,332 | 100 |

En los primeros seis meses del presente año la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó un déficit de 1,667 millones de dólares (ver cuadro 12). Este saldo es consecuencia del déficit de la balanza de servicios factoriales (6,370 millones de dólares), el cual más que compensó los superávits de las balanzas comercial (2,091 millones de dólares), de servicios no factoriales (280 millones de dólares) y de transferencias (2,332 millones de dólares).

El superávit de 280 millones de dólares de la balanza de servicios no factoriales fue el resultado neto de ingresos por 5,901 millones de dólares y de egresos por 5,621 millones de dólares. El rubro de viajeros internacionales, que constituye el renglón más importante de los servicios no factoriales, cerró con un saldo positivo de 2,290 millones de dólares. Los ingresos por gastos realizados en nuestro país por viajeros internacionales (turistas y excursionistas) aumentaron 10.1 por ciento y alcanzaron un nivel de 3,960 millones de dólares. Por su parte, los gastos que los residentes nacionales efectuaron en sus visitas al exterior sumaron 1,670 millones de dólares, 11.5 por ciento mayor a la registrada en el primer semestre de 1996. El conjunto de los demás servicios no factoriales arrojó un déficit de 2,010 millones, el cual se incrementó en 616 millones de dólares respecto al saldo deficitario de la primera mitad de 1996. Ello, principalmente como consecuencia de aumentos en gastos relacionados con las importaciones de mercancías, tales como fletes, seguros y gastos portuarios.

En el periodo enero-junio de 1997 la balanza de servicios factoriales arrojó un saldo deficitario de 6,370 millones de dólares, cifra menor al también déficit por 6,619 millones de dólares del primer semestre del año anterior. Esta mejoría se debe en buena medida a una disminución en el monto de los

“egresos netos por intereses”, los cuales pasaron de 5,085 millones en la primera mitad de 1996 a 4,460 millones de dólares en el periodo comparable del presente año. Ello, como resultado de una disminución de 6.8 por ciento de los egresos brutos por concepto de intereses y un aumento de 10.6 por ciento de los ingresos brutos por ese mismo concepto. La caída de los pagos al exterior por intereses se explica principalmente por las disminuciones conseguidas en el saldo de la deuda externa del sector público y por tasas de interés más bajas, tanto externas como internas⁵. El resto de los renglones de la cuenta de servicios factoriales arrojaron un déficit consolidado de 1,910 millones de dólares, como reflejo de los egresos por utilidades derivadas de la inversión extranjera directa.

La cuenta de transferencias del país registró en el primer semestre de 1997 ingresos netos por 2,332 millones de dólares, lo que significó un aumento de 100 millones de dólares en comparación con el saldo del mismo periodo del año anterior. El renglón de ingreso más importante, que es el de las remesas de los residentes en el exterior de origen mexicano a sus familiares en México, totalizó en los primeros seis meses del año 2,152 millones de dólares.

En el primer semestre de 1997, la cuenta de capital de la balanza de pagos cerró con un superávit de 4,918 millones de dólares, monto que supera de manera considerable al flujo positivo de 156 millones de dólares que se obtuvo en igual período de 1996. Este resultado de la balanza de capitales refleja la mejoría de la percepción del riesgo país (riesgo México) en el extranjero, combinada con una situación de gran liquidez en los mercados financieros internacionales.

En consecuencia con lo anterior, durante 1997 continuó mejorando el acceso a los mercados internacionales de capital tanto del sector público como del privado. Así, en el primer semestre del presente año el sector público realizó 14 colocaciones de valores en el exterior por un monto de 6,680 millones de dólares. La disponibilidad de crédito externo permitió la liquidación anticipada de 3,500 millones de dólares, correspondientes al total de los pasivos que quedaban vigentes con el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. También se pagaron en forma anticipada pasivos con el FMI por un monto de 2,691 millones de dólares, que aunados a las amortizaciones normales, resultaron en una disminución de dichos pasivos en el primer semestre del presente año por 3,179 millones de dólares.

Varios de los renglones que conforman la cuenta de capital registraron en la primera mitad de 1997 entradas netas de recursos: la colocación neta de valores por los sectores público (3,752 millones de dólares) y privado no bancario (2,422 millones de dólares); inversión extranjera directa (3,940

⁵ Las tasas de interés nacionales son relevantes, pues determinan los intereses pagados sobre la deuda interna en manos de residentes del exterior.

millones de dólares)⁶; inversión extranjera en el mercado accionario (2,328 millones de dólares) y en valores denominados en moneda nacional (297 millones de dólares); crédito externo obtenido por el sector privado no bancario (2,566 millones de dólares); y disminución de los activos en el exterior de residentes mexicanos (236 millones de dólares). Por su parte, los renglones de la cuenta de capital que arrojaron en el periodo salidas netas de recursos fueron: desendeudamiento externo neto del sector público (4,678 millones de dólares) y de la banca comercial (2,751 millones de dólares); pagos netos de valores por parte de la banca comercial (15 millones de dólares); amortizaciones netas del Banco de México (3,179 millones de dólares).

El comportamiento del renglón de activos externos de residentes mexicanos en el exterior fue muy distinto en cada uno de los dos primeros trimestres del año. En el primero de ellos se registró una entrada neta de recursos por 4,892 millones de dólares, principalmente a causa de una desacumulación de activos en el exterior por parte del Gobierno Federal, utilizados para los pagos anticipados realizados en enero al Departamento del Tesoro de los Estados Unidos y al Fondo Monetario Internacional. En el segundo trimestre el citado renglón de activos mostró una salida de recursos por 4,656 millones de dólares (dando un neto para el semestre de 236 millones de dólares). Ello, en buena medida debido a la acumulación de activos en el exterior por parte del Gobierno Federal por 4,536 millones de dólares, recursos que a la postre se aplicaron en la liquidación anticipada de notas bancarias externas a principios de agosto. El resto reflejó incrementos en las tenencias de otros activos en el exterior por parte del sector público y del sector privado bancario y no bancario.

CUADRO 13
BALANZA DE PAGOS
Millones de dólares

| | Primer Semestre | |
|----------------------------------|-----------------|---------------|
| | 1996 | 1997 |
| Cuenta Corriente | 450 | -1,667 |
| Cuenta de Capital | 156 | 4,918 |
| Inversión Extranjera Directa | 3,218 | 3,940 |
| Inversión Extranjera de Cartera | 3,901 | 8,784 |
| Mercado Accionario | 1,898 | 2,328 |
| Valores Moneda Nacional | -732 | 297 |
| Tesobonos de Residentes Externos | -156 | 0 |

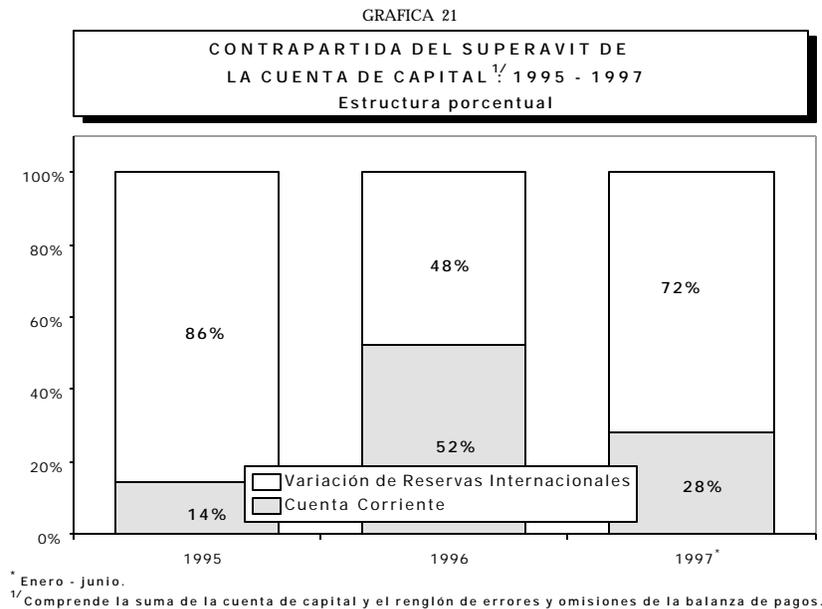
⁶ Cabe señalar que el monto de inversión extranjera directa (IED) que se reporta en este informe se conforma de los siguientes rubros: flujos de IED materializados durante el periodo de referencia y que fueron notificados al Registro Nacional de Inversiones Extranjeras (RNIE) por 1,548 millones de dólares; el monto de inversiones de algunos proyectos que han sido identificados por la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial (SECOFI) y el Banco de México y que aún no han sido notificados al RNIE, 794 millones de dólares; reinversiones de utilidades llevadas a cabo por empresas con inversión directa, 1,075 millones de dólares; y cuentas con la matriz por 523 millones de dólares. El monto total de IED que se presenta en este documento es susceptible de importantes modificaciones al alza, en el caso de aquellos proyectos que se han efectuado y que no se han registrado en el RNIE, ni han sido identificados por el Banco de México y la SECOFI.

| | | |
|------------------------------|--------|--------|
| Otros | -576 | 297 |
| Valores Moneda Extranjera | 2,735 | 6,159 |
| Sector Público | 2,251 | 3,752 |
| Banca Comercial | -144 | -15 |
| Sector Privado no Bancario | 628 | 2,422 |
| Endeudamiento Neto | -4,725 | -8,042 |
| Sector Público | -2,656 | -4,678 |
| Apoyo Financiero | 128 | -3,457 |
| Resto | -2,784 | -1,221 |
| Banco de México | -1,979 | -3,179 |
| Apoyo Financiero | -1,457 | -2,535 |
| Resto | -522 | -644 |
| Sector Privado | -90 | -185 |
| Banca Comercial | -1,068 | -2,751 |
| No Bancario | 978 | 2,566 |
| Activos | -2,238 | 236 |
| Erroses y Omisiones | -945 | 970 |
| Variación de la Reserva Neta | -339 | 4,221 |

La combinación de un déficit de 1,667 millones de dólares en la cuenta corriente, de un superávit de 4,918 millones de dólares en la cuenta de capital y de un flujo positivo de 970 millones de dólares en el rubro de errores y omisiones, arroja en el primer semestre de 1997 un aumento de 4,221 millones de dólares en las reservas internacionales netas del Banco de México⁷ (ver cuadro 13). De esta forma, al 30 de junio de 1997 el saldo de las reservas internacionales netas cerró en 21,730 millones de dólares, en tanto que el de los activos internacionales netos lo hizo en 14,254 millones de dólares⁸.

⁷ Según la definición de reservas internacionales prevista en la Ley del Banco de México.

⁸ 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. El saldo de activos internacionales netos reportado en este informe se calcula conforme a la metodología de valuación adoptada el 20 de junio de 1997. Bajo esta metodología los pasivos del Banco de México con el FMI y las tenencias de oro de este instituto central se valúan respectivamente al tipo de cambio DEG/dólar y a la cotización del oro en dólares correspondientes a la fecha del cálculo del saldo. Anteriormente los citados pasivos y las tenencias de oro se valuaban a las cotizaciones correspondientes al 31 de diciembre de 1996.



Finalmente, cabe mencionar que en el primer semestre de 1997 la contrapartida del superávit de la cuenta de capital, con inclusión del rubro errores y omisiones, fue fundamentalmente la importante acumulación de reservas internacionales. Esto, en la medida en que el déficit de la cuenta corriente se mantuvo en un monto reducido (ver gráfica 21).

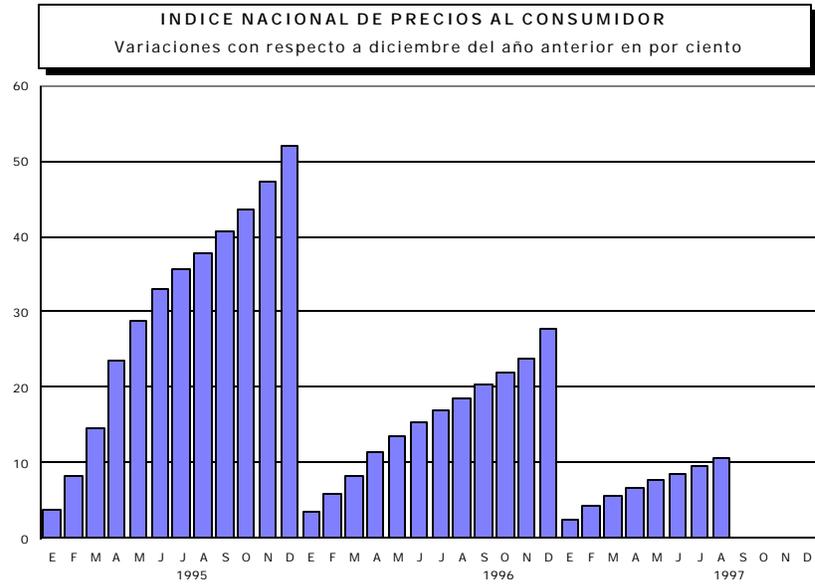
I.4. Inflación

I.4.1. Precios al Consumidor

La inflación observada durante los ocho primeros meses de 1997 tuvo una importante reducción con respecto a la del mismo lapso de 1996. Como puede apreciarse en la gráfica 22 y el cuadro 14, el crecimiento acumulado del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) durante el periodo en cuestión ascendió a 10.58 por ciento, variación bastante inferior a la ocurrida en el mismo lapso de 1996, de 18.50 por ciento.

Por lo que hace a la inflación mensual, la tasa de cada uno de los ocho primeros meses del año en curso fue muy inferior a la de los mismos meses de 1996. De hecho, mayo, junio, julio y agosto de 1997 fueron los meses en que por primera vez desde 1994 se observaron inflaciones mensuales menores a un punto porcentual (ver gráfica 23 y cuadro 14).

GRAFICA 22

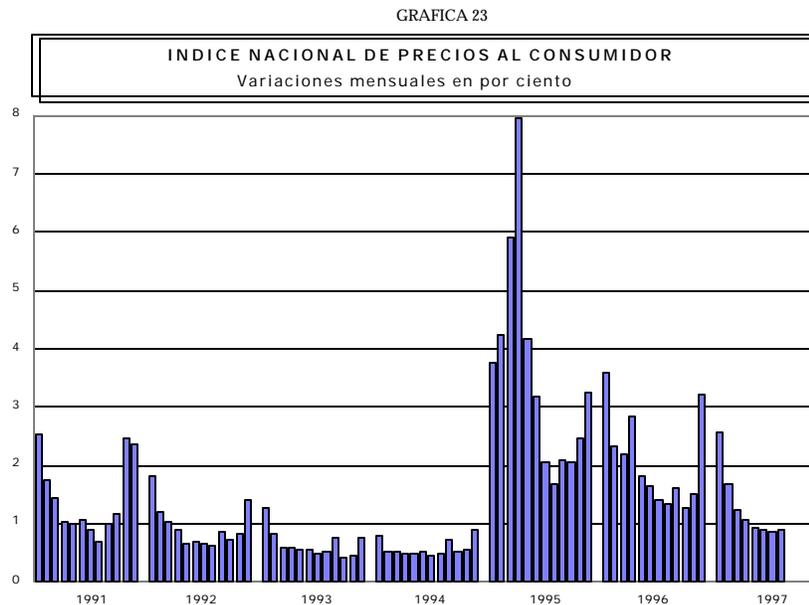


CUADRO 14

INDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

Variaciones en por ciento

| Mes | Mensuales | | Anuales | | Acumuladas respecto a diciembre anterior | |
|------------|-----------|------|---------|------|--|------|
| | 1996 | 1997 | 1996 | 1997 | 1996 | 1997 |
| Enero | 3.59 | 2.57 | 51.7 | 26.4 | 3.6 | 2.6 |
| Febrero | 2.33 | 1.68 | 49.0 | 25.6 | 6.0 | 4.3 |
| Marzo | 2.20 | 1.24 | 43.8 | 24.5 | 8.4 | 5.6 |
| Abril | 2.84 | 1.08 | 36.9 | 22.3 | 11.4 | 6.7 |
| Mayo | 1.82 | 0.91 | 33.8 | 21.2 | 13.5 | 7.7 |
| Junio | 1.63 | 0.89 | 31.8 | 20.4 | 15.3 | 8.7 |
| Julio | 1.42 | 0.87 | 31.0 | 19.7 | 16.9 | 9.6 |
| Agosto | 1.33 | 0.89 | 30.6 | 19.2 | 18.5 | 10.6 |
| Septiembre | 1.60 | | 30.0 | | 20.4 | |
| Octubre | 1.25 | | 29.0 | | 21.9 | |
| Noviembre | 1.52 | | 27.8 | | 23.7 | |
| Diciembre | 3.20 | | 27.7 | | 27.7 | |



En lo específico, cabe destacar que la inflación en enero de 1997 ascendió a 2.57 por ciento (la mayor variación mensual en lo que va de este año). Esta tasa se vio particularmente influida por las variaciones del tipo de cambio ocurridas en los últimos meses de 1996 y por los aumentos de los salarios mínimos y de algunos precios y tarifas del sector público contemplados en la Alianza para el Crecimiento Económico (ACE), los cuales entraron en vigor en diciembre de ese año. Tal fue el caso de las cotizaciones para las gasolinas, diesel y electricidad, que se ajustaron 8 por ciento al inicio de diciembre de 1996 (además de quedar sujetos a un desliz mensual durante 1997). Si bien los efectos inflacionarios directos y una parte de los indirectos de esos ajustes se recogieron en la inflación de diciembre pasado, el resto de las repercusiones inflacionarias indirectas se heredaron a los primeros meses de 1997, en particular a enero. El mismo tipo de impacto sobre la inflación de varios meses tuvo la elevación de los salarios mínimos (de 17 por ciento) ocurrida el 3 de diciembre de 1996. A lo anterior habría que agregar los efectos de otros aumentos de precios importantes durante enero de este año, como fueron los de la tortilla y masa, leche y servicio telefónico local.

Al diluirse el impacto de los factores señalados, durante febrero, marzo y abril la tasa de inflación mensual siguió una marcada trayectoria descendente, con crecimientos respectivos de 1.68, 1.24 y 1.08 por ciento. Cabe destacar que esta última variación fue cercana a un tercio de la ocurrida en abril de 1996 (2.84 por ciento). Esta importante reducción se explica porque en abril de 1997

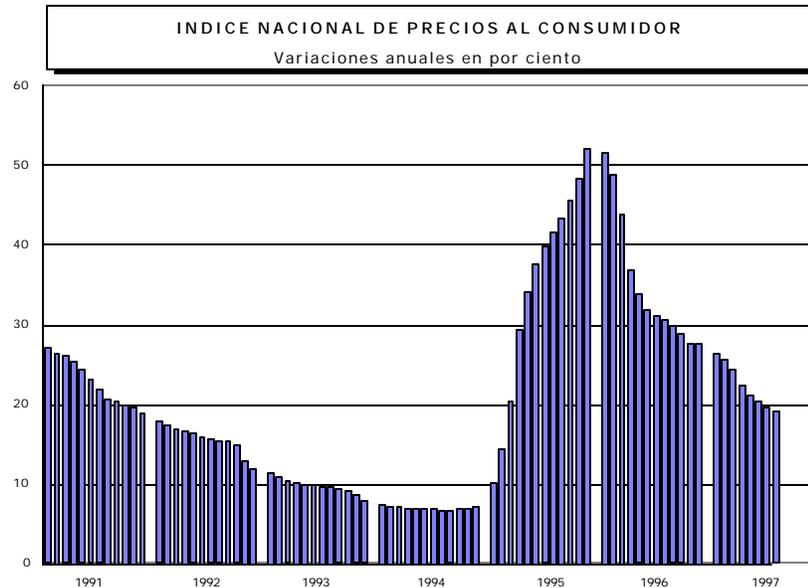
no hubo aumentos adicionales de precios públicos ni revisiones extraordinarias de los salarios mínimos, tal como había sucedido en el mismo mes de los dos años anteriores. Otro estímulo a la reducción de la inflación a partir de abril fue el adelanto de la temporada de lluvias, lo cual favoreció la producción de legumbres y frutas y redundó en menores precios para esas mercancías.

Varios factores contribuyeron a que se reforzaran las expectativas inflacionarias a la baja y que la inflación mensual continuara reduciéndose en los meses subsecuentes. Entre éstos destacan la evolución de la inflación - mejor a la esperada por el mercado - durante los cuatro primeros meses del año, una aplicación efectiva de las políticas monetaria y fiscal conforme a lo programado⁹, la estabilidad relativa del tipo de cambio y los favorables factores climatológicos ya mencionados. Así, durante mayo, junio, julio y agosto los aumentos mensuales del INPC llegaron respectivamente a 0.91, 0.89, 0.87 y 0.89 por ciento. Estas tasas son las menores que se han registrado después de diciembre de 1994.

Por lo que hace a la tasa anual de inflación en cada uno de los ocho primeros meses del presente año, su comportamiento siguió el patrón descendente e ininterrumpido que se inició en enero de 1996. De acuerdo con lo anterior, en 1997 dicha tasa pasó de 26.44 por ciento en enero a 19.18 por ciento en agosto. Con este último resultado son ya veinte los meses consecutivos en que la inflación anual es cada vez menor. De hecho, en julio pasado la inflación de los últimos doce meses fue menor a 20 por ciento (ver gráfica 24) por primera vez desde marzo de 1995.

GRAFICA 24

⁹ La mayoría de los analistas económicos estaban anticipando al inicio de 1997 que las autoridades seguirían una política monetaria y fiscal expansionistas durante ese año por motivos electorales, lo cual ciertamente no sucedió.



Si bien el crecimiento del INPC de enero a agosto de 1997 es congruente con la meta anual de inflación de 15 por ciento establecida al suscribirse la ACE en octubre de 1996, cabría haber esperado una mayor reducción de la inflación en ese periodo en virtud de la relativa estabilidad mostrada por el tipo de cambio. En efecto, mediante modelos econométricos de simulación se ha estimado que la inflación acumulada de enero a agosto congruente con el citado comportamiento del tipo de cambio hubiese sido de 9.3 por ciento. De acuerdo a lo anterior, podría decirse que el crecimiento del INPC en los primeros ocho meses resultó 1.3 puntos porcentuales por encima de lo que se hubiera esperado dado el comportamiento del tipo de cambio (10.6 por ciento menos 9.3 por ciento). Dicho diferencial puede explicarse por los siguientes factores:

a) En el período enero-agosto de 1997, los precios de algunos bienes y servicios básicos, tanto públicos como privados, tuvieron aumentos muy superiores a los originalmente previstos. Los casos más sobresalientes fueron los de los precios del servicio telefónico local (45.2 por ciento), la tenencia de automóviles (47.4 por ciento), los medicamentos (19.4 por ciento) y el gas doméstico (19.3 por ciento). El cuadro 15 reporta el impacto de cada una de esas alzas imprevistas de precios sobre la inflación acumulada de enero a agosto. Como se aprecia en dicho cuadro, la variación no prevista del INPC

causada por los conceptos señalados explica 0.63 puntos porcentuales de la inflación observada de 10.6 por ciento.

b) Se tiene la hipótesis de que durante los primeros meses de 1997, algunos precios no reflejaron los efectos de un tipo de cambio estable, sobre todo en el caso de los bienes comerciables. Esto, en razón de que es probable que dichos precios hayan sido establecidos, en el contexto de una mayor demanda agregada, con base en expectativas cambiarias, las cuales han resultado ser bastante superiores¹⁰ a los valores del tipo de cambio efectivamente observados. La hipótesis anterior se sustenta en el hecho de que de enero a agosto de 1997 la inflación observada en el conjunto de los bienes comerciables ascendió a 10.5 por ciento, cifra superior a una estimación de dicha inflación (9.3 por ciento) efectuada mediante un modelo que explica el comportamiento de los precios de los bienes comerciables en función, entre otras variables, de la trayectoria del tipo de cambio. Esta causa podría explicar 0.4 puntos porcentuales de la inflación observada en los primeros ocho meses del año en curso.

Así, la estimación es que los dos factores apuntados contribuyeron con 1 punto porcentual al crecimiento del INPC de enero a agosto. Por tanto, esos factores explican casi la totalidad de la inflación no esperada que fue de 1.3 puntos porcentuales.

CUADRO 15
VARIACIONES PORCENTUALES DE ALGUNOS PRECIOS BASICOS Y SU
INFLUENCIA INFLACIONARIA

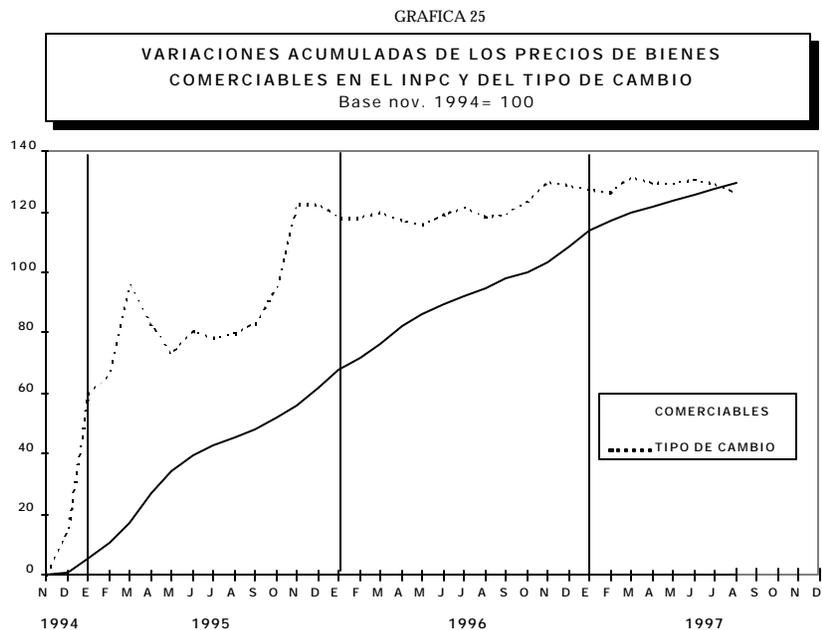
| Enero-agosto de 1997 | | | |
|---------------------------|-------------------------------|------------------------------|--|
| CONCEPTO | Variación Observada (%) | Variación Esperada (%) | Impacto en el INPC de la Variación no Esperada (puntos porcentuales) |
| Servicio telefónico local | 45.2 | 10.3 | 0.15* |
| Tenencias | 47.4 | 15.0 | 0.20 |
| Medicamentos | 19.4 | 9.3 | 0.10 |
| Gas doméstico | 19.3 | 9.3 | 0.18 |
| TOTAL | | | 0.63 |

* Efecto neto que toma en cuenta la disminución de las tarifas de larga distancia.

Otro aspecto de interés respecto al comportamiento de los precios durante los primeros ocho meses de 1997, es que al final de este periodo se

¹⁰ Aunque el valor de esas previsiones han ido disminuyendo conforme ha avanzado el presente año.

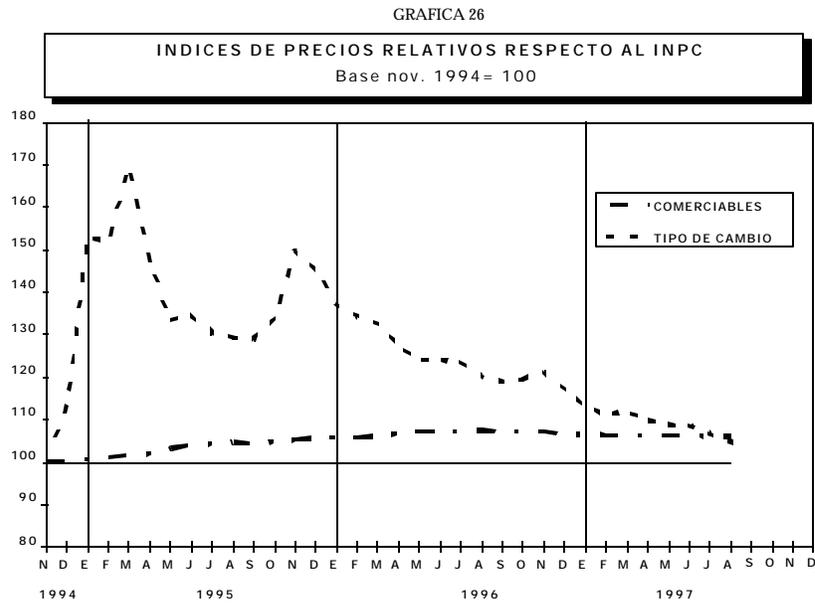
agotó la transmisión a los precios de los bienes comerciables del impacto de los principales ajustes cambiarios que ocurrieron a partir de diciembre de 1994. Como se puede apreciar en la gráfica 25, el crecimiento durante 1995 y 1996 de los precios de los bienes comerciables con respecto a su nivel de noviembre de 1994 fue substancialmente inferior al del tipo de cambio. La transmisión relativamente lenta de los choques cambiarios a los precios de los bienes comerciables durante 1995 y 1996 se explica fundamentalmente por la gran debilidad de la demanda agregada en esos años. Pero la reciente expansión de esta última, aunada a la estabilidad del peso, han permitido que en los meses transcurridos de 1997 haya quedado eliminado el rezago en la transmisión del ajuste cambiario¹¹ a los precios de los bienes comerciables.



A agosto del año en curso, el aumento acumulado de los precios de los bienes comerciables desde noviembre de 1994 había sido 1.4 por ciento mayor que el incremento acumulado del tipo de cambio en ese mismo lapso. Si se

¹¹Lo mismo no se puede decir de los precios de los bienes no comerciables. Normalmente la transmisión de los choques cambiarios a estos precios es más lento que en el caso de los bienes comerciables, debido a que el efecto es primordialmente indirecto. Además, con frecuencia un número importante de precios de bienes no comerciables están sujetos a contratos que se revisan esporádicamente (como los arrendamientos de vivienda y los salarios). En el periodo a partir de noviembre de 1994 la transmisión de los choques cambiarios a los precios de los bienes no comerciables ha sido particularmente lenta, dado el impacto negativo sobre el empleo y salarios reales que tuvieron las series de devaluaciones, entre otros choques económicos, que ocurrieron a partir del último mes mencionado.

toma como base de comparación el INPC, de noviembre de 1994 a agosto de 1997 los precios de los bienes comerciables y el tipo de cambio han aumentado únicamente 6 y 4.5 por ciento por encima de la inflación general (ver gráfica 26).



Lo anterior comprueba que los movimientos cambiarios afectan directamente los precios de las mercancías, pues éstas son en su gran mayoría comerciables internacionalmente o contienen insumos importados. Por tanto, un comportamiento relativamente estable del tipo de cambio -- como el observado en lo general durante 1997 --, se debe reflejar en menores incrementos de los precios de las mercancías. Esto es lo que se desprende del cuadro 16, en el cual se muestra la evolución descendente de las variaciones de los últimos doce meses de los precios de las mercancías que forman parte de la canasta de referencia del INPC. En dicho cuadro también es de resaltarse la tendencia decreciente de las variaciones anuales de los precios de los servicios, la cual ha sido en buena medida consecuencia del desempeño de las remuneraciones laborales.

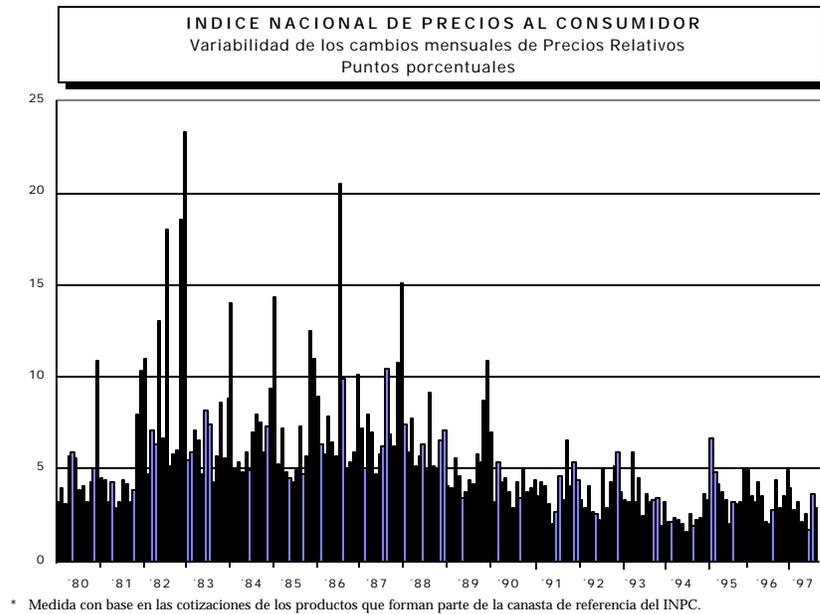
**VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES DEL INPC Y DE SUS
COMPONENTES 1997**

| Mes | Indice General | Mercancías | Servicios |
|---------|-------------------|------------|-----------|
| Enero | 26.4 | 28.4 | 23.8 |
| Febrero | 25.6 | 27.1 | 23.7 |
| Marzo | 24.5 | 25.3 | 23.4 |
| Abril | 22.3 | 22.3 | 22.3 |
| Mayo | 21.2 | 20.8 | 21.9 |
| Junio | 20.4 | 19.7 | 21.3 |
| Julio | 19.7 | 18.9 | 20.8 |
| Agosto | 19.2 | 18.2 | 20.6 |

Resulta pertinente recordar que en periodos de estabilización, la moderación en los ajustes salariales es esencial. Esto, no sólo para que aquélla se materialice, sino, lo que es más importante, a fin de establecer condiciones propicias para la ulterior elevación de las remuneraciones reales. La congruencia de los ajustes salariales con los objetivos inflacionarios preestablecidos, hace posible un más rápido abatimiento de la inflación, lo cual propicia el aumento futuro de las percepciones reales de los trabajadores. Este último fenómeno se empieza ya a observar en el comportamiento de las remuneraciones medias reales de la industria manufacturera.

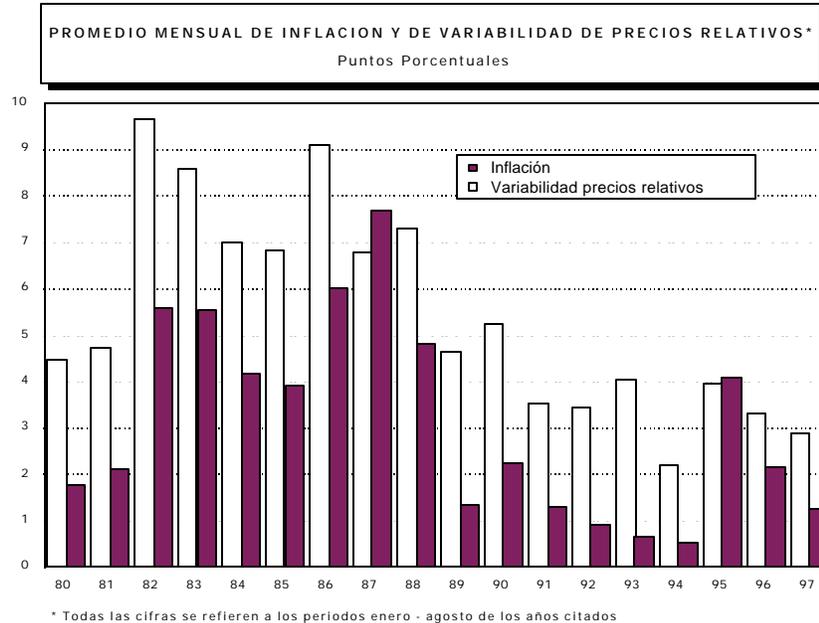
I.4.2. Variabilidad de Precios Relativos

Durante 1997, la dispersión promedio de los cambios porcentuales mensuales de los precios relativos de los 313 productos genéricos del INPC, fue la menor que se ha registrado para cada uno de los primeros ocho meses de un año después de 1994 (ver gráfica 27).



En la gráfica 28 se muestran para el periodo enero-agosto de los últimos 18 años los promedios de la variabilidad mensual de los precios relativos, así como los promedios de las variaciones mensuales del INPC. En dicha gráfica puede apreciarse que al contrario de lo que pudo haberse supuesto, durante 1995 y 1996 no existió un aumento desproporcionado de la dispersión de precios relativos (aumentó en esos años a un nivel inferior al observado en 1993). Esto puede explicarse por la mayor flexibilidad con que los precios son capaces ahora de reaccionar a los ajustes cambiarios, a consecuencia de la remoción que se ha venido haciendo en los últimos años de los controles sobre las cotizaciones de ininidad de productos. El nivel de dispersión actual permite suponer que no existen distorsiones importantes en la estructura de precios relativos que pudieran representar un obstáculo para continuar con el abatimiento de las presiones inflacionarias.

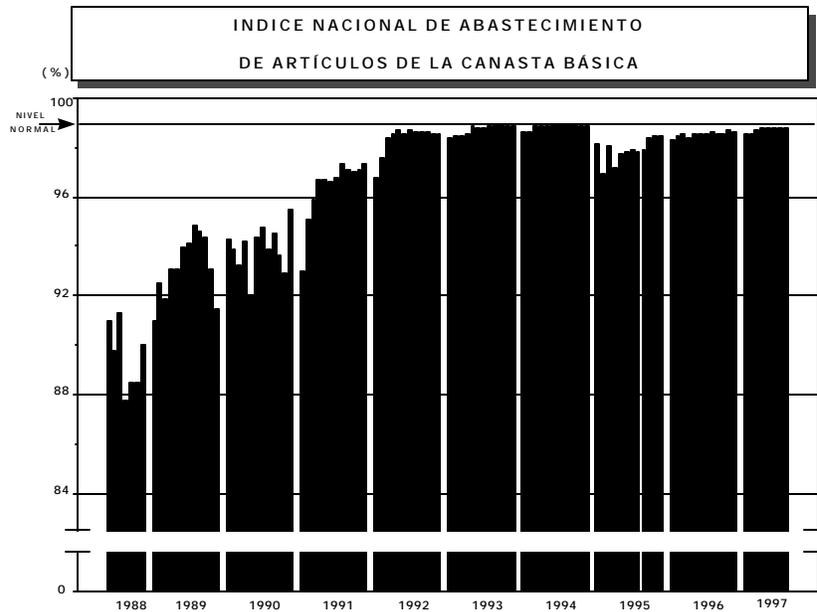
GRAFICA 28



I.4.3. Abastecimiento de bienes básicos

Durante el lapso enero-agosto de 1997, el nivel de abastecimiento de los bienes básicos llegó muy cerca de su máximo histórico. Según el indicador de que se dispone para medir el abasto, en el periodo mencionado el nivel promedio de ese indicador se situó tan sólo 0.1 puntos porcentuales de su máximo nivel histórico alcanzado en 1994, que fue de 98.8 por ciento (la escala de dicho indicador va de 0 a 100 por ciento, y esos extremos representan respectivamente abasto nulo y total; ver gráfica 29). El satisfactorio nivel de abasto de bienes básicos alcanzado durante los primeros ocho meses de 1997 es atribuible en lo fundamental a la política de mantener precios flexibles.

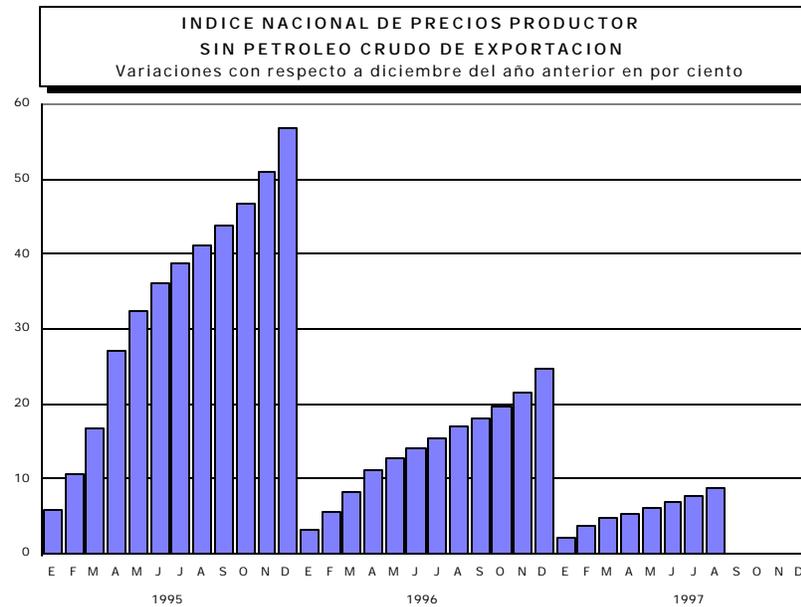
La experiencia histórica indica que prácticamente en ninguna economía es posible mantener el abastecimiento en un nivel de 100 por ciento para todos los productos, aun cuando no haya restricción alguna al ajuste de precios o sobre las actividades industriales y comerciales. La disponibilidad inmediata 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.



I.4.4. Precios Productor

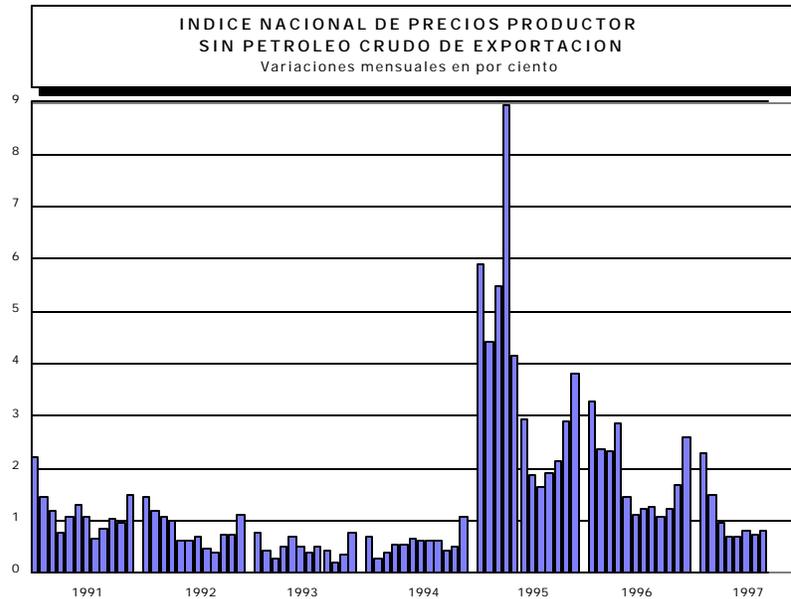
En el transcurso de los ocho primeros meses de 1997, la variación del Índice Nacional de Precios Productor registró, al igual que en el caso del INPC, una importante reducción respecto a la observada durante el mismo periodo de 1996. Como se aprecia en la gráfica 30, el ascenso acumulado en el periodo aludido por el Índice Nacional de Precios Productor sin petróleo crudo de exportación fue de 8.72 por ciento, variación cercana a la mitad de la ocurrida en el mismo periodo de 1996, de 16.94 por ciento.

GRAFICA 30



Durante los primeros ocho meses de 1997, las variaciones mensuales de dicho índice han seguido, en general, una trayectoria descendente y sus magnitudes durante cada uno de esos meses han sido sustancialmente menores que las registradas en los mismos meses de 1996 (ver gráfica 31). Como consecuencia de lo anterior, la inflación de los doce meses previos pasó de 23.55 por ciento en enero a 15.98 por ciento en agosto de 1997.

GRAFICA 31



Por lo que se refiere al Índice de Precios Productor con servicios y sin petróleo, su crecimiento en el período enero-agosto de 1997 ascendió a 10.09 por ciento, alza también sustancialmente menor que la ocurrida en el mismo período de 1996 (17.58 por ciento).

I.5. Finanzas Públicas

Los resultados de las finanzas públicas correspondientes al primer semestre de 1997 son un reflejo de la disciplina con la cual se ha conducido la política fiscal. La disciplina fiscal ha permitido absorber los costos derivados de los programas de alivio a deudores y de apoyo al sistema financiero, preservándose, a la vez, la congruencia del programa económico en vigor.

Durante el período comprendido de enero a junio de 1997, el sector público no financiero registró un superávit económico de caja de 18,270.6 millones de pesos (m.p.), mientras que el superávit económico primario alcanzó un nivel de 68,652.7 m.p. (ver cuadro 17).

CUADRO 17
RESUMEN DE LAS FINANZAS PUBLICAS
 Millones de pesos

| CONCEPTO | Ene - Jun 1997 p/ |
|--------------------------------------|-------------------|
| A. Balance Económico Público de Caja | 18,270.6 |
| Gobierno Federal | 729.3 |
| Pemex | 5,873.5 |
| Resto de Organismos y Empresas | 13,189.3 |
| Balance Extrapresupuestal | -1,521.5 |
| B. Balance Económico Primario | 68,652.7 |
| Gobierno Federal | 39,963.7 |
| Pemex | 12,303.7 |
| Resto de Organismos y Empresas. | 14,713.9 |
| Balance Extrapresupuestal | 1,671.4 |

Fuente: S.H.C.P.

p/ Cifras preliminares.

Los favorables resultados que las finanzas públicas arrojan al cierre del primer semestre de 1997 son el producto de dos factores fundamentales: a) el fortalecimiento de los ingresos tributarios (debido al acelerado crecimiento económico, junto con una recaudación más eficiente), lo cual se reflejó en un aumento de 11.0 por ciento en términos reales en ese rubro con respecto a la cifra correspondiente de 1996; y b) la reducción de 8.5 por ciento en términos reales del costo financiero de la deuda pública. El efecto combinado de esos dos factores permitió incrementar el gasto primario en 12.2 por ciento en términos reales, beneficiándose principalmente a la inversión pública en el sector de hidrocarburos y a los programas sociales, tanto de carácter general (servicios de salud, educación y abasto social) como los de asistencia a los sectores marginados del país. Así, a pesar del mayor gasto primario en términos reales, de cualquier manera se obtuvo un superávit primario que coadyuvará a hacer frente al déficit esperado para el segundo semestre del año. Este déficit se derivará principalmente de los costos asociados a la reforma de la seguridad social.

II. POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y MERCADOS FINANCIEROS

II.1. Política Monetaria

La producción de un país depende, en lo fundamental, del capital físico y humano disponibles, de la tecnología conforme a la cual éstos pueden ser combinados y, en no menor medida, de la eficacia del régimen jurídico. La acumulación de capital físico y de buena parte del capital humano, así como la creación y adquisición de tecnologías, provienen de las inversiones que emprendan las personas, las empresas y el gobierno. El volumen de la inversión es función, a su vez, de una amplia gama de determinantes, tales como el ahorro interno, tanto público como privado, la disponibilidad de ahorro externo, las expectativas sobre el futuro de la actividad económica y la solidez del régimen jurídico.

No obstante ser elementos ajenos a la actuación del banco central los que en última instancia determinan la producción, y por tanto, el desarrollo económico, la política monetaria juega sin duda un papel toral en su consecución. La inversión en capital físico y humano, así como la creación y adopción de nuevas tecnologías, son influidas por el clima macroeconómico, en especial por el nivel de inflación y por las expectativas inflacionarias. Tasas de inflación altas o crecientes desalientan el ahorro y la inversión, entre otras razones, por su efecto pernicioso sobre las tasas de interés.

En tiempos de inflación, las tasas de interés nominales suelen ser más elevadas que en épocas de estabilidad porque los ahorradores requieren de compensación por el deterioro que sufre el valor real del capital que prestan. Otra razón por la cual no sólo las tasas de interés nominales, sino también las reales, tienden a ser elevadas en épocas de inflación, es que, en un ambiente inflacionario, el ritmo de aumento futuro de los precios se hace muy difícil de predecir con exactitud. Ello da lugar a que los inversionistas exijan que las tasas de interés, además de ofrecerles compensación por la erosión previsible del poder adquisitivo del principal, incluyan una prima por riesgo, dada la contingencia de que la inflación resulte superior a la esperada.

Así, la inflación propicia tasas de interés elevadas, tanto en términos nominales como reales. Ellas afectan no sólo la inversión en nuevos

proyectos, sino también la capacidad de gasto de las familias y las empresas que se encuentran endeudadas. Por esto, la inflación constituye un poderoso factor recesivo de la economía. Tanto más poderoso cuanto más rápido sea el aumento de los precios y, por ende, más elevadas las tasas de interés.

Ahora bien, la única fórmula efectiva que se ha encontrado para disminuir las tasas de interés de manera sostenible, es la aplicación de una política orientada a procurar la estabilidad del nivel general de los precios. Si, desatendiendo esta experiencia, el banco central relaja la política monetaria, genera una perniciosa espiral ascendente de expectativas devaluatorias e inflacionarias. El resultado son tasas de interés cada vez más elevadas y el recrudecimiento del efecto recesivo de éstas sobre la economía.

A lo anterior habría que agregar algo de suma importancia: el abatimiento de la inflación obra en favor de la recuperación del salario real y del empleo. En efecto, al inducir el descenso de las tasas de interés y al promover el ahorro interno, la estabilidad estimula la inversión en instalaciones productivas y en tecnología. La operación de estas instalaciones y la aplicación de mejor tecnología, a su vez, elevan el salario real al generar más demanda de mano de obra y dar lugar a incrementos en la productividad del trabajo.

La estrategia de estabilización que se ha venido aplicando responde a las consideraciones anteriores. Las políticas fiscal, monetaria, comercial y salarial se han concentrado en procurar una reducción rápida de los impulsos inflacionarios causados por las devaluaciones de la moneda nacional ocurridas a finales de 1994 y en algunos lapsos de 1995.

II.1.1. Descripción del Programa Monetario para 1997

El propósito fundamental del programa monetario del Banco de México para 1997 ha sido coadyuvar al abatimiento de la inflación, tratando de que ésta descienda para acercarse lo más posible a 15 por ciento en diciembre del presente año, respecto del mismo mes de 1996.

Un criterio rector del programa monetario para 1997 ha sido dar la seguridad al público de que el instituto emisor no creará excesos de oferta de

dinero primario, ya que estos últimos son, salvo en circunstancias muy particulares, causa de presiones inflacionarias. En países como México, con un historial inflacionario considerable, el proceso de transmisión de un exceso de oferta de dinero primario a una mayor inflación suele ser muy rápido. Esto, en virtud de la inmediata modificación que hacen los agentes económicos de sus expectativas sobre la inflación futura. Usualmente, un deterioro de éstas da lugar a depreciación cambiaria, elevación de las tasas de interés, salarios nominales más altos (mas no así los reales) y alza de los precios de bienes y servicios.

En vista de lo anterior, el programa monetario para 1997 establece que el instituto emisor, como regla general, ajustará diariamente la oferta de dinero primario en forma que dicha oferta corresponda a la demanda de base monetaria. El mismo programa prevé también que cualquier desequilibrio no intencional en la liquidez del mercado de dinero que resulte de errores en la estimación diaria de la demanda de base, será corregido mediante las operaciones inmediatas siguientes que el banco central lleve a cabo en el mercado monetario. Todo ello muestra el compromiso del Banco de México de mantener, por lo general, una política monetaria neutral.

Para que el público pueda dar seguimiento a la ejecución de este aspecto de la política del instituto central, éste publica diariamente, antes de ejecutar las operaciones de mercado abierto correspondientes a la jornada respectiva, el objetivo de saldos acumulados de las cuentas corrientes que les lleva a las instituciones de crédito¹².

Como se recordará, en marzo de 1995 el instituto emisor decidió adoptar un esquema de encaje llamado de encaje promedio cero. 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

¹²El Banco de México también da a conocer diariamente el saldo de billetes y monedas en circulación al cierre del día anterior; el saldo total de las cuentas corrientes en moneda nacional de las instituciones de crédito también al cierre del día anterior; el cambio esperado en el saldo total de dichas cuentas en el día correspondiente como resultado de: vencimientos de operaciones previamente acordadas entre el Banco de México y las instituciones de crédito, transacciones con el Gobierno Federal y retiros o depósitos de billetes; así como el cambio esperado en el saldo total de dichas cuentas por la intervención del día en el mercado de dinero. Con base en toda esta información, los participantes en el mercado pueden seguir claramente las acciones del banco central. Una explicación más amplia sobre el particular se encuentra en el anexo 4 del Informe Anual del Banco de México de 1996.

lo menos igual monto. El incumplimiento de algún banco con la condición descrita, determina que deba pagar intereses a una tasa de dos veces la

tasa vigente de Cetes a 28 días¹³ sobre el faltante acumulado. Cabe mencionar que los saldos acreedores que los bancos mantengan al cierre del día en su cuenta en el Banco de México no son remunerados, por lo que las instituciones no tienen incentivos para dejar saldos positivos en sus cuentas (a menos que estén compensado un sobregiro previo). Así, se puede presumir que los bancos tratarán de dejar sus saldos acumulados en cero al cierre de cada periodo de medición de 28 días.

Al procurar la igualación diaria del monto de base ofrecido con la cantidad demandada, el Banco de México podría, eventualmente, estar satisfaciendo una demanda de dinero mayor que la congruente con el patrón de inflación establecido. Para no caer en tal situación, el banco central observa diversas variables, entre otras, la trayectoria observada de la base y la compara con la trayectoria que en un principio es coherente con el supuesto de inflación para el año. El Banco de México estima esta trayectoria con fundamento en los pronósticos para el año, de crecimiento económico, tasas de interés e inflación. Además, considera la acusada estacionalidad de la demanda de billetes y monedas.

Para que el público pueda contar con un elemento más de información y análisis en 1997, el Banco de México decidió publicar la trayectoria diaria esperada de la base monetaria para el año, congruente con una inflación de 15 por ciento y con la realización de los supuestos adoptados al formular el programa para el año en curso, respecto del crecimiento del PIB, de tasas de interés y de remonetización.

La estimación de la citada trayectoria se efectuó con base en modelos econométricos. Se debe tener presente que ningún modelo econométrico puede dar un pronóstico exacto, entre otras razones, porque los supuestos utilizados no necesariamente se dan en la realidad. De ahí que en su momento se haya advertido que prácticamente todos los días se producirían desviaciones de la trayectoria observada de la base monetaria con respecto a la estimada.

En la Exposición sobre la Política Monetaria para 1997 también se previno que no toda desviación que surja entre la trayectoria real de la base y la pronosticada induciría necesariamente un ajuste de política monetaria. Si la trayectoria observada se colocara por encima de la pronosticada debido a circunstancias que implicaran presiones inflacionarias adicionales, sería de esperarse que el Banco de México adoptara una postura restrictiva. Sin

¹³Cabe 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 negativos de las cuentas de las instituciones de crédito que califican para el promedio mensual. Cuando una institución de crédito muestra al final del día un sobregiro mayor al límite a los saldos negativos, por el sobregiro en exceso al citado límite se le cobra inmediatamente dos veces Cetes. A su vez, cuando en un día en particular el saldo de la cuenta corriente de algún banco es positivo por un monto superior al límite a saldos positivos, el excedente sobre ese límite no se considera para el cálculo del saldo acumulado en el periodo de reporte, es decir, no sirve para compensar sobregiros de otros días.

embargo, es posible que la desviación sea resultado de los errores inevitables que se producen en toda estimación econométrica o de que uno o más de los supuestos respecto de crecimiento del PIB, evolución de las tasas de interés o remonetización no se realicen. Si por tales razones la demanda de base resultara mayor que la esperada y no se detectaran elementos que sugirieran presiones inflacionarias latentes, no habría lugar a procurar la contracción de aquélla. En esta situación, el mayor monto de la base no sería prueba de la presencia de un excedente monetario.

A fin de dar una seguridad adicional de que no se produciría un exceso de oferta de dinero primario, el Banco de México también asumió compromisos en cuanto a la evolución de los componentes de la base monetaria, a saber, el crédito interno y los activos internacionales netos.

El banco central tiene relativamente mayor control sobre su crédito interno que sobre sus activos internacionales. Por lo mismo, el uso indebido de aquél es, desde un punto de vista potencial, la manera más fácil de crear un exceso de base monetaria. En respuesta a esta consideración, el Banco de México decidió incorporar de nuevo, en su programa monetario para 1997, límites trimestrales a la variación del crédito interno.

Como complemento del citado compromiso, el programa para 1997 establece una acumulación mínima de activos internacionales netos. Su monto fue definido a partir del pronóstico de las transacciones cambiarias que el Banco de México efectúa de manera habitual con el Gobierno Federal y Pemex, y a la luz de las adquisiciones de moneda extranjera que realiza en virtud del ejercicio de opciones de venta de dólares al banco central.

Es importante subrayar que el límite acordado para el año en cuanto al crecimiento del crédito del instituto emisor no representa una meta, sino un valor máximo. La variación de ese crédito será menor, pudiendo llegar inclusive a ser negativa, en caso de que la expansión monetaria proveniente de la acumulación de activos internacionales supere a la cantidad demandada de base¹⁴. Sin embargo, en la medida en que las variaciones del crédito primario y de los activos internacionales se combinen en forma tal que produzcan el monto de base deseado, un descenso de ese crédito --debe enfatizarse-- no implica restricción monetaria alguna.

El otro elemento fundamental del programa monetario para 1997 concierne a las condiciones de suministro de cierta porción del crédito del banco central. El Banco de México puede eventualmente dejar "corto" al sistema bancario, o sea que el instituto central opere con un objetivo de saldos

¹⁴Esto significa que el Banco de México esteriliza el impacto monetario de las variaciones de los activos internacionales netos. De manera análoga, el Banco de México pone gran atención en que los apoyos crediticios que otorga a FOBAPROA y 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. 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.

acumulados negativo. En su caso, el banco central podría adoptar esta postura con el propósito de combatir situaciones desordenadas en los mercados cambiario o de dinero, o bien para propiciar que la evolución de la base monetaria se mantenga sin desviación indeseable respecto de la trayectoria congruente con el supuesto de inflación adoptado.

Al poner en “corto” al sistema, el banco central ejerce alguna influencia al alza de las tasas de interés. Dicha influencia se produce, sobre todo, por la señal que a través de esa acción se envía al mercado. La experiencia sugiere que ejercen mayor influencia sobre las tasas de interés las modificaciones del “corto” que la existencia misma de éste. Respecto del uso de este instrumento, cabe señalar que resulta paradójico, pero verdadero, que para lograr una tendencia firme al descenso de las tasas de interés --la cual sólo una inflación declinante puede asegurar-- en algunas ocasiones sea necesario propiciar el aumento temporal de esas tasas.

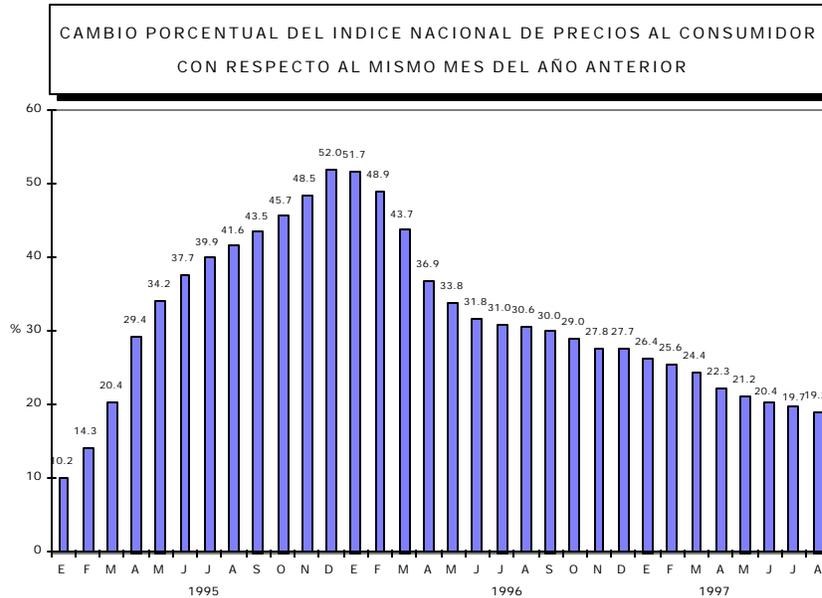
Cabe agregar que el “corto” es un instrumento complementario a las reglas de operación que el instituto central ha establecido para determinar la evolución de la base monetaria y sus componentes. El uso combinado de reglas preestablecidas y medidas discrecionales (como la utilización del “corto”) es común en la conducción de la política monetaria de casi todos los países. Esto último se explica porque, salvo contadas excepciones, las políticas monetarias sustentadas exclusivamente en reglas de aplicación automática no parecen haber sido suficientes para contener turbulencias financieras que surgen de tiempo en tiempo y que entorpecen los procesos de estabilización o ponen en riesgo la estabilidad ya alcanzada.

Por último, es de recordar que el programa monetario para 1997 no prevé que el banco central opere con un objetivo de saldos acumulados positivo en el conjunto de las cuentas corrientes que lleva a las instituciones de crédito (lo que equivaldría a dejar “largo” al mercado), medida que, de adoptarse, señalaría algún aflojamiento de la política monetaria. La Junta de Gobierno de la institución decidió prescindir temporalmente del uso de este instrumento, a la luz de la identificación, a finales de 1996, de expectativas de mayor inflación alimentadas, en parte, por ser 1997 un año electoral. Con el objeto de quitar base a esas expectativas inflacionarias para 1997 y de mostrar una completa determinación en la lucha contra la inflación, en la Exposición sobre la Política Monetaria para 1997 el instituto central informó que evitaría saldos acumulados positivos en el conjunto de cuentas corrientes que lleva al sistema bancario.

II.1.2. Evaluación del Programa Monetario

El programa monetario para 1997 puede ser evaluado desde la perspectiva del cumplimiento de su objetivo principal: que la política monetaria contribuya al abatimiento de la tasa de inflación. La gráfica 32 muestra claramente la tendencia declinante que ha mostrado la inflación anual durante el año. En los primeros ocho meses de 1997 la inflación anual se redujo 8.5 puntos porcentuales (de 27.7 por ciento en diciembre de 1996 a 19.2 por ciento a agosto de 1997). Con base en la inflación acumulada en el periodo enero-agosto de 1997 y la evolución hasta la fecha de los salarios contractuales y del tipo de cambio, se espera que continúe la tendencia mostrada hasta ahora por la inflación anual, de tal forma que termine en diciembre de 1997 en un nivel cercano al objetivo de 15 por ciento. Este resultado será mucho más factible si las revisiones del salario mínimo y de algunos precios y tarifas públicos para 1998 — que seguramente se efectuarán durante el último trimestre de 1997 — no alteran el programa establecido para 1997 y tienen efectos sólo a partir de enero del próximo año.

GRAFICA 32



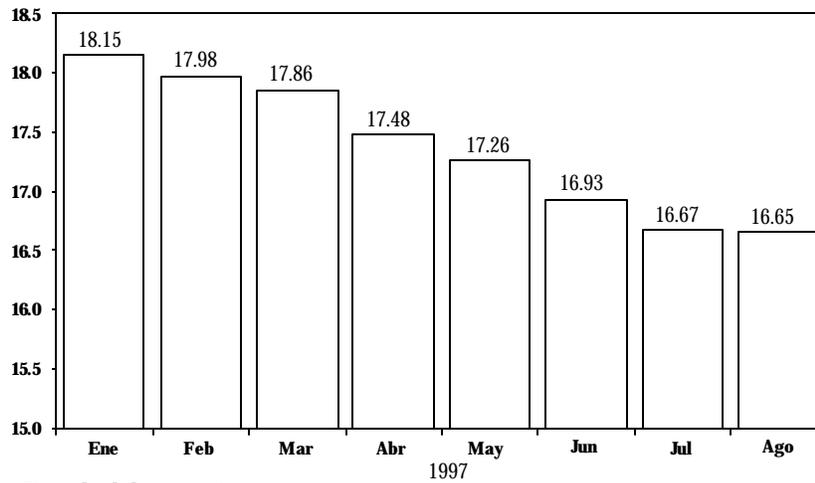
El avance en la lucha antiinflacionaria ha sido muy significativo. Se ha logrado gracias a la congruencia entre los distintos aspectos de la política económica, incluyendo los concernientes a la moneda.

La congruencia de las políticas adoptadas ha sido efectiva para lograr un ajuste a la baja de las expectativas inflacionarias. La gráfica 33 muestra la evolución en el transcurso del año de la inflación esperada para el cierre de 1997 (diciembre de 1997 con respecto al mismo mes del año anterior), de acuerdo con la opinión promedio de más de treinta analistas que el Banco de México encuesta cada mes. Es patente la tendencia decreciente de este pronóstico.

GRAFICA 33

EXPECTATIVAS DE INFLACION (Dic. 1996 - Dic. 1997)
(Por ciento)*

Porcentajes



* Promedio de las respuestas.

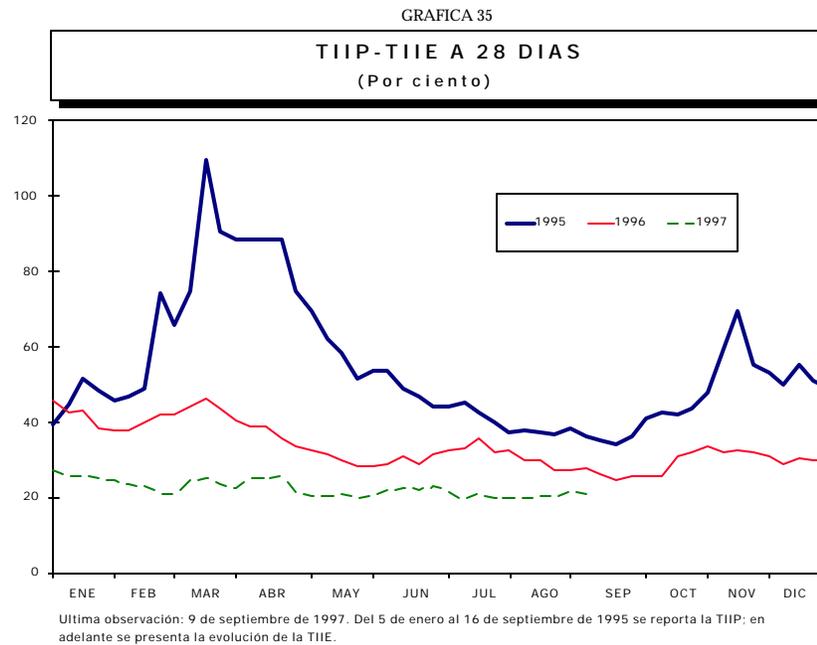
En agosto último, se preguntó a los citados analistas su expectativa de inflación anual para los años subsecuentes, en particular las del periodo 1998 - 2000. El promedio de las respuestas correspondientes a la inflación esperada para cada uno de los años de ese periodo se presenta en la gráfica 34, donde destaca el hecho de que los formadores de opinión del mercado también esperan una inflación declinante para los próximos años.

GRAFICA 34



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, en el tiempo transcurrido de 1997 se redujeron de manera considerable las tasas de interés (ver gráfica 35). En tanto que al cierre de 1996 la tasa de interés interbancaria de equilibrio (TIIE) a 28 días alcanzó un nivel de 27.65 por ciento, en septiembre del año presente había declinado a 20.81 por ciento¹⁵. Por su parte, el promedio de la TIIE a 28 días en términos reales durante los primeros siete meses de 1996 fue de 12.03 por ciento, mientras que en el periodo correspondiente a 1997 bajó a 8.97 por ciento.

¹⁵Observación del 15 de septiembre de 1997.



En el transcurso de 1997, no sólo el nivel de las tasas de interés se redujo, sino también su variabilidad. Esto se puede apreciar en el cuadro 18, en el que se muestra el promedio de la tasa de interés de los Cetes a 28 días¹⁶ correspondiente a varios años, junto con la variabilidad de dicha tasa (medida a través de la desviación estándar y el coeficiente de variación). La variabilidad de las tasas que se ha observado durante los primeros ocho meses de 1997 ha sido la más baja desde 1990.

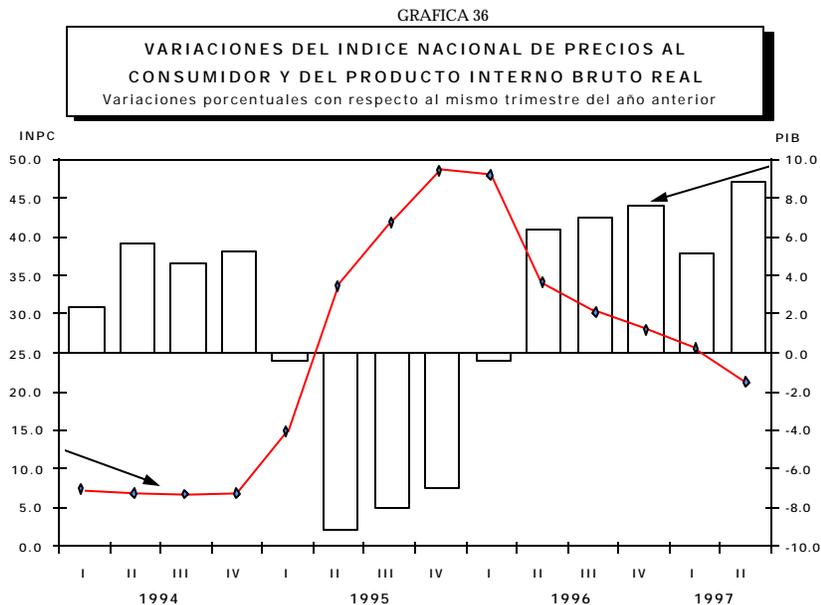
¹⁶Para este ejercicio se consideró la tasa de los Cetes a 28 días en lugar de la TIIE, pues la serie de tiempo de la primera permite una comparación multianual más amplia.

CUADRO 18
PROMEDIO Y VARIABILIDAD DE LAS TASAS DE INTERES DE LOS CETES
A 28 DÍAS 1990-1997
 Datos semanales

| Periodo | Promedio | Desviación Estándar | Coeficiente de Variación |
|------------------------|----------|---------------------|--------------------------|
| | (1) | (2) | (2) / (1) |
| Ene. 1990 - Dic. 1990 | 34.8 | 7.7 | 0.22 |
| Ene. 1991 - Dic. 1991 | 19.3 | 2.6 | 0.13 |
| Ene. 1992 - Dic. 1992 | 15.7 | 2.3 | 0.15 |
| Ene. 1993 - Dic. 1993 | 14.9 | 1.9 | 0.13 |
| Ene. 1994 - Dic. 1994 | 14.0 | 3.5 | 0.25 |
| Ene. 1995 - Dic. 1995 | 48.7 | 14.3 | 0.29 |
| Ene. 1996 - Dic. 1996 | 31.3 | 6.2 | 0.20 |
| Ene. 1997 - Sep. 1997* | 20.3 | 2.0 | 0.10 |

* Última observación: 9 de septiembre, 1997.

Los descensos observados de las tasas de interés y de su variabilidad durante el tiempo transcurrido de 1997 han sido de los factores que han contribuido de manera importante al aumento de la actividad económica y del empleo. Ello confirma que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al desarrollo económico es concentrarse en la lucha contra la inflación. La gráfica 36 muestra que el crecimiento económico y el abatimiento de la inflación no han sido fenómenos disociados.



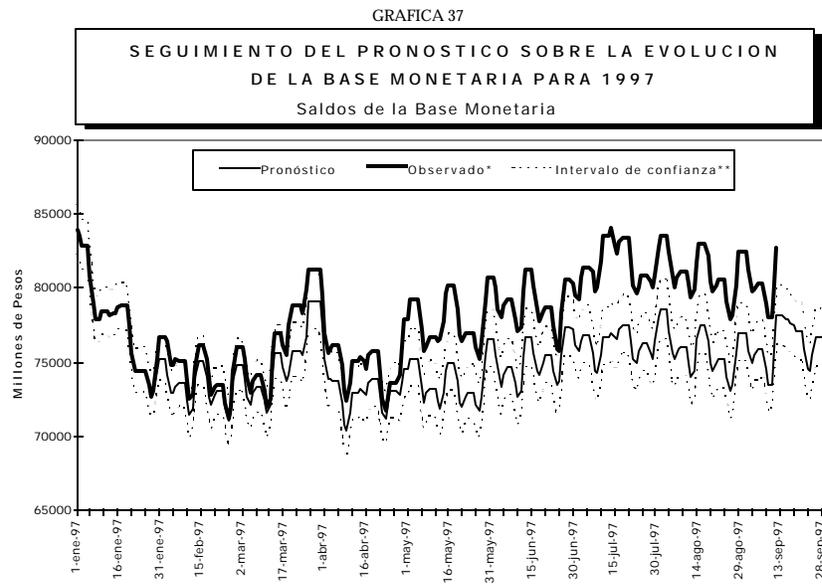
II.1.3. Ejecución del Programa Monetario para 1997

La ejecución del programa monetario para 1997 en el periodo transcurrido de este año puede ser analizado a la luz de la evolución de la base monetaria, de los activos internacionales netos, del crédito interno neto y de la adopción de algunas acciones discrecionales por parte del Banco de México.

a) Base Monetaria

Como ya se recordó en la sección en la que se describe el programa monetario para 1997, en enero último el Banco de México publicó un pronóstico de la trayectoria diaria de la base monetaria en el año en curso. Este agregado monetario ha excedido durante la mayor parte del tiempo transcurrido de 1997, y en particular desde finales de abril, la banda dentro de la cual era probable que se moviera según el citado pronóstico (ver gráficas 37 y 38).

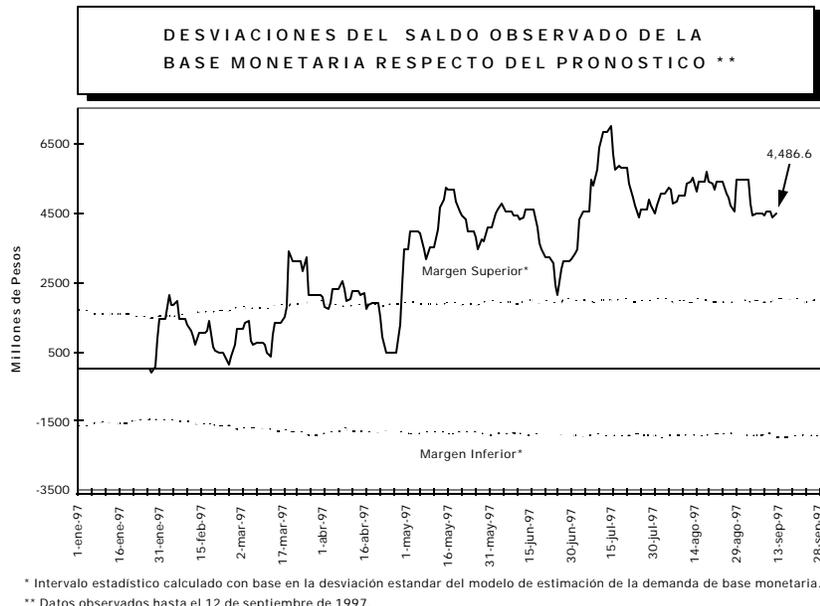
Para evaluar si el comportamiento descrito de la base monetaria ha tenido (o pudiera tener) un impacto inflacionario, procede determinar si se ha creado un exceso de liquidez.



* Datos observados hasta el 12 de septiembre de 1997.

**Intervalo estadístico calculado con base en la desviación estandar del modelo de estimación de la demanda de base monetaria.

GRAFICA 38



Al efecto, conviene analizar la evolución de este agregado por el lado de sus fuentes (proceso de oferta de base) y de sus usos (demanda de base). La base por el lado de sus usos está conformada por los billetes y monedas en circulación y por los recursos que el sistema bancario mantiene depositados en el banco central.

Como ya se ha señalado, dada la existencia del régimen de encaje promedio cero, los bancos no tienen la obligación ni los incentivos para mantener saldos positivos en sus cuentas corrientes con el Banco de México¹⁷ (ver cuadro 19). Por tanto, si el Banco de México expandiera la base monetaria, y esa expansión no estuviera correspondida por una mayor demanda de billetes y monedas, el saldo consolidado de los depósitos bancarios en el instituto central sería continuamente positivo, lo que efectivamente estaría reflejando un exceso de oferta de dinero. Pero, como es evidente según el cuadro 19, esto último prácticamente no ha sucedido.

CUADRO 19

OFERTA Y DEMANDA DE BASE MONETARIA

¹⁷Los saldos positivos por 289 y 30 millones de pesos correspondientes a marzo y a agosto fueron el resultado de errores de pronóstico de la demanda de billetes y monedas del último día hábil de los meses citados. Esos saldos positivos desaparecieron inmediatamente al día siguiente.

Saldos en millones de pesos

| | COMPONENTES DE LA OFERTA DE BASE MONETARIA | | BASE MONETARIA (3)=(1)+(2) (3)=(4)+(5) | COMPONENTES DE LA DEMANDA DE BASE MONETARIA | |
|-----------|--|--------------------------------------|--|---|----------------------------|
| | Crédito Interno Neto (1) | Activos Internacionales Netos (2) | | Billetes y Monedas en Circulación (4) | Depósitos Bancarios (5) |
| 1996 | | | | | |
| Diciembre | 34,307 | 49,684 | 83,991 | 83,991 | 0 |
| 1997 | | | | | |
| Enero | 5,345 | 71,376 | 76,721 | 76,721 | 0 |
| Febrero | -11,119 | 87,086 | 75,967 | 75,967 | 0 |
| Marzo | -6,827 | 86,377 | 79,549 | 79,260 | 289 |
| Abril | -25,571 | 103,529 | 77,958 | 77,958 | 0 |
| Mayo | -36,864 | 117,548 | 80,684 | 80,684 | 0 |
| Junio | -32,985 | 113,323 | 80,339 | 80,339 | 0 |
| Julio | -36,826 | 119,569 | 82,744 | 82,744 | 0 |
| Agosto | -46,393 | 128,836 | 82,443 | 82,413 | 30 |

El Banco de México ha operado con un objetivo de cero para los saldos acumulados de las cuentas que lleva al sistema bancario durante todos los días que han transcurrido de 1997. Es decir, en ningún momento el instituto central ha generado un “largo”; sino que ha mantenido una postura monetaria neutral. En consecuencia, la evolución observada de la base no ha sido resultado en lo absoluto de un relajamiento de la política monetaria.

Lo que ha sucedido es que la demanda de billetes y monedas se ha contraído¹⁸ durante el tiempo transcurrido del presente año menos de lo esperado. Las hipótesis que se tienen para explicar este fenómeno son las siguientes:

- 1) El crecimiento económico en el primer semestre del año fue superior al previsto cuando se pronosticó la evolución de la base monetaria para el año en curso. El crecimiento originalmente previsto para el primer

¹⁸La contracción de los billetes y monedas durante los primeros ocho meses del año es compatible con el comportamiento estacional tan marcado que muestra la demanda por estos medios de pago. 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. 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 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.

semestre de 1997 fue de 5.2 por ciento¹⁹ (en términos anualizados), pero resultó ser de 7 por ciento.

- 2) Las tasas de interés han bajado más de lo que se supuso al formular el programa monetario. El supuesto original era de una tasa de Cetes a 28 días promedio para los primeros ocho meses de 1997 de 23.4 por ciento. El promedio observado fue de 20.3 por ciento. Las tasas más bajas determinan que el costo de oportunidad de mantener billetes y monedas sea menor. Las empresas y las personas sienten entonces menor urgencia de invertir sus saldos de efectivo.
- 3) Las vacaciones de Semana Santa se hicieron más largas este año al juntarse con el día feriado del 21 de marzo. Además, hubo un “puente” excepcionalmente largo del 1 al 5 de mayo, seguido poco después por el día de las madres. El impacto de esta circunstancia sobre la demanda de billetes y monedas se puede advertir en la gráfica 38. La diferencia del saldo observado de base respecto del pronóstico salta en la segunda parte de marzo y también a finales de abril.
- 4) Los gastos efectuados con motivo de las campañas políticas determinaron la transformación de depósitos bancarios en billetes y monedas, ya que los partidos políticos necesitaron hacer retiros de sus bancos para realizar una diversidad de pagos en efectivo.
- 5) Al inicio de julio, la demanda de billetes y monedas volvió a aumentar de manera inesperada por virtud del pago en una sola ministración de los sueldos de los maestros correspondientes a julio y agosto. Este hecho también es notorio en la gráfica 38.
- 6) Por último, la caja de efectivo de la banca (que forma parte de los billetes y monedas en circulación) aumentó con gran celeridad durante los primeros ocho meses de 1997 (ver cuadro 20). Este fenómeno respondió primordialmente al gran impulso que el sistema bancario está dando a las cuentas de ahorro que dan la posibilidad de retiros mediante el uso de tarjetas de débito en lugar de cheques. El saldo de estas cuentas ha crecido 78.5 por ciento en julio de 1997 con respecto al mismo mes del año anterior. Esto ha producido que muchos pagos que se solían hacer mediante cheques²⁰, ahora se hagan en efectivo (que se retira de cajeros automáticos), lo que a su vez ha llevado a los bancos a mantener una mayor caja. Otros factores que pueden estar causando transitoriamente un mayor nivel de caja en los bancos es el crecimiento que han tenido los cajeros automáticos (26 por ciento de junio en 1997

¹⁹Esta cifra era congruente con el crecimiento del PIB originalmente esperado para el año de 4.5 por ciento, que a su vez era congruente con lo mencionado en el documento de Criterios Generales de Política Económica, publicado por el Gobierno Federal.

²⁰Otro factor que a partir de 1996 ha producido un mayor uso de efectivo en lugar de cheques es la entrada en vigor de la disposición según la cual los depósitos de cheques girados sobre bancos diferentes al depositario, son pagados por éste al día hábil siguiente al de la realización del depósito.

respecto al mismo mes del año anterior), el número de sucursales bancarias y la cobertura geográfica de éstas. Es posible que estos factores estén induciendo temporalmente una mayor demanda de efectivo por parte de la banca, mientras ésta puede identificar con mayor precisión los nuevos patrones de demanda de efectivo que el público adopte. Una vez que suceda esto último, sería de esperar que los bancos reduzcan sus existencias en caja.

CUADRO 20
CAJA DEL SISTEMA BANCARIO
Tasas de Crecimiento Nominal Anual

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|------------|------|------|------|------|-------|
| Enero | 34.1 | 54.1 | 12.8 | 20.4 | 30.4 |
| Febrero | 27.0 | 52.7 | 21.3 | 19.7 | 38.8 |
| Marzo | 44.9 | 7.7 | 2.7 | 20.2 | 115.2 |
| Abril | 25.9 | 30.9 | 14.4 | 46.6 | 69.2 |
| Mayo | 71.0 | 17.2 | 13.8 | 11.2 | 59.8 |
| Junio | 35.2 | 30.3 | -9.4 | 35.5 | 53.8 |
| Julio | 31.5 | 23.7 | 43.6 | 22.0 | 54.3 |
| Agosto | 26.8 | 12.6 | 4.9 | 21.3 | 67.5 |
| Septiembre | 48.0 | -7.8 | 13.5 | 64.0 | |
| Octubre | 56.8 | 37.4 | 6.8 | 52.1 | |
| Noviembre | 26.5 | 23.7 | 12.2 | 19.5 | |
| Diciembre | -1.0 | 27.4 | 21.8 | 60.9 | |

El efecto de lo señalado en los puntos anteriores sobre la demanda de dinero primario no fue plenamente valorado al estimar la trayectoria de ésta para el presente año. Al 12 de septiembre de 1997, la desviación entre la trayectoria observada y la pronosticada ascendía a 4,486.6 millones de pesos, de los cuales el mayor crecimiento económico y las menores tasas de interés explican casi el 50 por ciento. La contribución de los demás factores a la citada desviación es muy difícil de cuantificar. En todo caso, la porción no explicada de la desviación caería dentro del intervalo de confianza del modelo originalmente estimado.

Otro elemento que valida la tesis de que la desviación de la base con respecto al monto esperado ha respondido a una mayor demanda de billetes y monedas, es que las variables económicas que reflejarían la presencia de un exceso de oferta de dinero no se han comportado como se esperaría que lo hicieran si éste efectivamente existiera. La trayectoria de la inflación evoluciona aproximadamente conforme a lo previsto. El consecuente descenso de las tasas de interés ha sido gradual, pero en general ha sido

sostenido. Todo esto no estaría sucediendo si el banco central hubiera creado un exceso de liquidez.

A la luz de las circunstancias descritas, el instituto central no ha visto razón para adoptar una política monetaria restrictiva que procurara la convergencia (o cuando menos el acercamiento) de la trayectoria de la base observada con la pronosticada. Dicha política interpondría, sin necesidad, un obstáculo para la continuación del repunte económico. Además crearía mayores dificultades para los deudores y para los bancos y, quizá, daría impulso a una mayor apreciación del tipo de cambio real que no tiene porque propiciarse en la actualidad. Es de advertir que si en el futuro el banco central observa presiones inflacionarias no previstas, atribuibles a la evolución de la base monetaria, actuaría en consecuencia y con oportunidad.

b) Activos Internacionales Netos

En el lapso comprendido del último día de 1996 al 12 de septiembre de 1997, los activos internacionales netos²¹ aumentaron 10,366 millones de dólares. Este incremento ha sido sustancialmente superior al mínimo previsto para todo el año en el programa monetario de 1997 (2,500 millones de dólares). Varias razones explican esa importante acumulación de activos internacionales: i) la continuada presencia de elevados ingresos de divisas por operaciones con PEMEX, debido a que el considerable aumento de la plataforma de exportación observada en el transcurso de 1997 ha más que compensado el impacto de menores precios de la mezcla de crudos mexicanos; ii) las sustanciales ampliaciones al programa de compras de moneda extranjera a través del mecanismo de opciones que dan derecho a las instituciones de crédito de vender dólares al Banco de México si se satisfacen ciertas condiciones (las ampliaciones a este mecanismo se tratan en detalle más adelante); y iii) el éxito que ha tenido el Gobierno Federal en la colocación de valores públicos en el exterior.

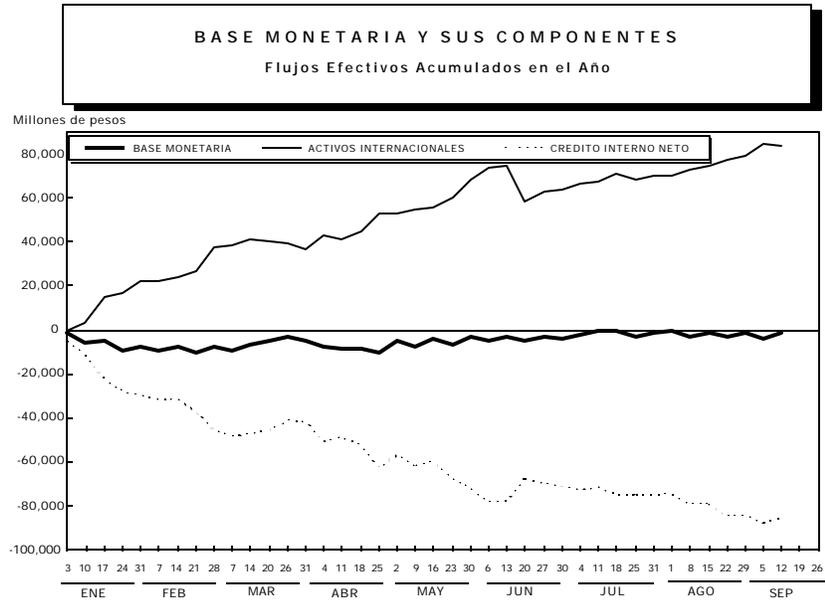
c) Crédito interno neto

El crédito interno neto se define como la diferencia entre el monto de la base monetaria y de los activos internacionales netos. En consecuencia, la evolución de ese concepto se explica por el desarrollo tanto de la base monetaria como de los activos internacionales netos. En los primeros ocho meses y medio de 1997, los activos internacionales netos han aumentado

²¹Los activos internacionales netos se definen como la reserva bruta, más los créditos convenio con bancos centrales a más de seis meses, a lo que se restan los pasivos con el Fondo Monetario Internacional y los pasivos a menos de seis meses derivados de convenios con bancos centrales.

notablemente, en tanto la base se ha contraído con respecto a su saldo de cierre de 1996 por factores estacionales, como era de esperarse. Esto ha determinado que el banco central haya contraído su crédito interno neto. De otra manera habría generado desequilibrios en el mercado de dinero (ver gráfica 39).

GRAFICA 39



Por tanto, durante los primeros ocho meses y medio de 1997, el crédito interno neto se ha mantenido por debajo de los límites establecidos en el programa monetario para dicho año. En el periodo enero-septiembre de 1997,²² el crédito primario mostró una reducción de 82,698 millones de pesos (ver cuadro 21). Toda vez que las variaciones del crédito interno neto y de los activos internacionales netos se han combinado en forma de producir el monto de base deseado, se puede afirmar que el descenso del crédito interno neto no ha implicado restricción monetaria alguna.

²²Considerando hasta el 12 de septiembre de 1997.

CUADRO 21
CREDITO INTERNO NETO
 En millones

| | SALDOS | | FLUJOS EFECTIVOS |
|---|-----------|-----------|-------------------------------------|
| | 31/Dic/96 | 12/Sep/97 | Acumulados en el año al 12 de sept. |
| (A) Base Monetaria (Pesos) | 83,991 | 82,655 | -1,336 |
| (B) Activos Internacionales Netos [Ⓛ] (Pesos) [Ⓛ] | 49,684 | 129,751 | 81,362 |
| Activos Internacionales Netos (Dólares de E.U.) | 6,313 | 16,679 | 10,366 |
| (c) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] [Ⓛ] | 34,307 | -47,096 | -82,698 |

[Ⓛ] Los activos internacionales netos se definen como la reserva bruta, más los créditos convenio con los bancos centrales a más de seis meses, a lo que se restan los pasivos con el FMI y los pasivos a menos de seis meses derivados de convenios con bancos centrales.

[Ⓛ] Para la estimación de los flujos efectivos en moneda nacional de los activos internacionales netos se utiliza el tipo de cambio aplicado a la operación de cada variación. La diferencia en saldos de activos internacionales netos, expresados en moneda nacional, no corresponde al concepto de flujos efectivos, debido a que los saldos se valúan al tipo de cambio del día del reporte. Esta consideración también explica el que las diferencias en saldos de crédito interno neto no sean iguales a los flujos efectivos reportados.

d) Acciones discrecionales adoptadas por parte del Banco de México

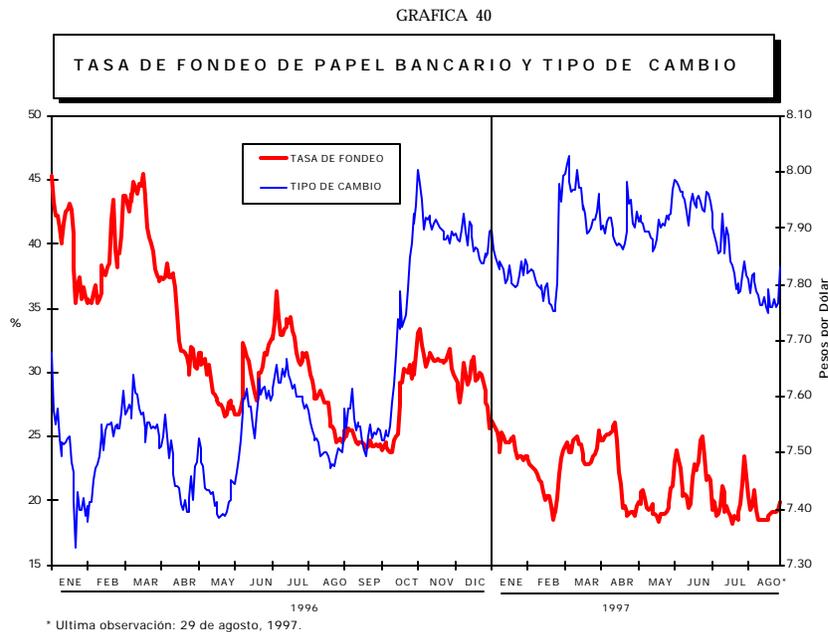
En el esquema monetario vigente en México tanto el tipo de cambio, como las tasas de interés, son determinadas fundamentalmente por las fuerzas del mercado. Cuando las condiciones cambian, el mercado decide la distribución del ajuste entre el tipo de cambio y las tasas de interés, lo que a su vez proporciona información valiosa para propósitos de política monetaria.

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, de ser necesario, las condiciones prevalecientes en los mercados cambiario y de dinero. Es pertinente subrayar, sin embargo, que las citadas acciones del Banco de México no tienen la intención de determinar o defender niveles particulares del tipo de cambio o de las tasas de interés.

La principal acción discrecional que el Banco de México emprendió en los años 1995 y 1996 fue la de poner "corto" al sistema bancario. El instituto central puso "corto" al sistema en el pasado cuando juzgó conveniente apoyar un alza de las tasas de interés, y así impedir el desarrollo de alguna espiral devaluatoria o contrarrestar otras presiones inflacionarias, que llevarían a un aumento ulterior todavía mayor de dichas tasas.

Durante 1997 no se han presentado condiciones que hayan ameritado el uso del "corto". El único episodio de gran volatilidad en el mercado cambiario que se presentó en los primeros ocho meses y medio de 1997, ocurrió en febrero, cuando la cotización de la moneda nacional se depreció cerca de 3.6

por ciento en muy pocos días (ver gráfica 40). Esto último fue causado principalmente por el señalamiento del Presidente del Federal Reserve Board sobre la inconveniencia del “optimismo irracional” que se observaba en los mercados financieros de los Estados Unidos de América. El mercado interpretó dicho comentario como el preanuncio de inminentes acciones restrictivas de la política monetaria estadounidense. Las tasas de interés en el exterior aumentaron inmediatamente, causando el impacto ya descrito sobre la paridad peso/dólar. El mecanismo de ajuste automático de los mercados financieros nacionales funcionó y sin mediar ajustes de la política monetaria del Banco de México, las tasas de interés nacionales subieron en respuesta a la depreciación del tipo de cambio. Ello coadyuvó a normalizar los flujos de capitales y a estabilizar el tipo de cambio (a niveles más depreciados que los observados antes de la perturbación aludida). De ahí que el Banco de México no hubiese tenido que recurrir al uso del “corto”.



Si bien durante 1997 no se han presentado situaciones que hicieran necesario el uso del “corto”, el instituto central ha tenido que hacer ciertos ajustes a su política monetaria. La razón de ello es que en algunas ocasiones las tasas de interés no se comportaron conforme a lo previsible, dadas las condiciones existentes en los mercados financieros.

En el periodo enero-agosto de 1997, hubo lapsos en que la cotización de la moneda nacional se apreció en respuesta a incrementos de oferta de divisas en el mercado cambiario. Sin embargo, en algunos de esos episodios las tasas de interés interbancarias no sólo no bajaron, sino que incluso llegaron a subir. Esto sucedió a finales de marzo, inicios de abril y a finales de junio (ver gráfica 40). Es de recordar que en un régimen de flotación cambiaria y de libre determinación de las tasas de interés, como el vigente en México, es de esperarse que una mayor oferta de divisas, suponiendo que otros factores no se modifican, reduzca tanto el tipo de cambio como las tasas de interés. Los movimientos automáticos de estas variables en un régimen de flotación tienen la virtud de regular los movimientos de capital a corto plazo. En efecto, el

ajuste simultáneo de la paridad y de las tasas de interés remueve o al menos disminuye los incentivos que atraen los capitales al país²³.

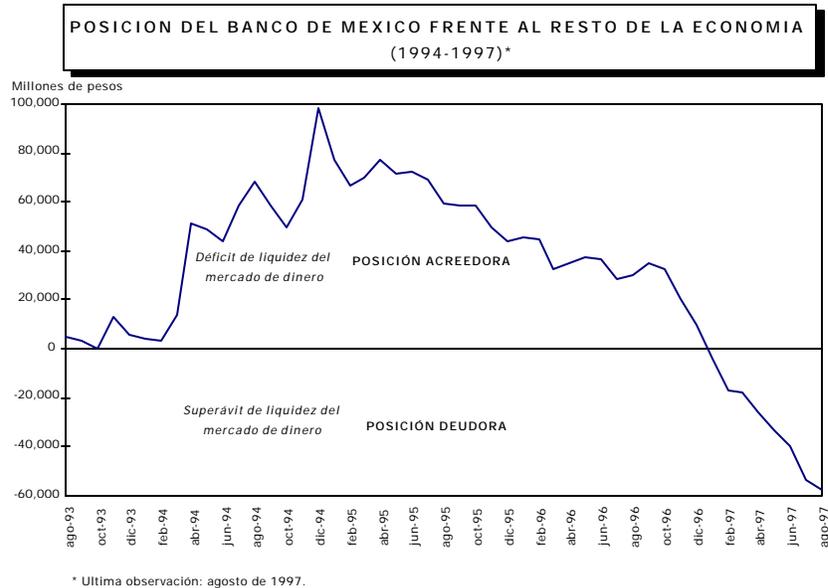
Durante los primeros ocho meses y medio de 1997 no siempre se han dado los movimientos simultáneos del tipo de cambio y de las tasas de interés en las direcciones que, en principio, serían naturales. Esto se debe a: 1) la rápida acumulación de activos internacionales netos a partir de 1996 y, en particular, en el tiempo transcurrido de 1997; y 2) el surgimiento de circunstancias que transitoriamente redujeron el grado de competencia en el mercado de dinero a muy corto plazo.

La rápida acumulación de activos internacionales netos ha llevado al Banco de México a contraer su crédito interno neto, pues de otra manera se hubiesen creado excesos de oferta de dinero que habrían redundado en mayores niveles de inflación y en elevaciones de las tasas de interés, nominales y reales.

La acumulación de activos internacionales ha progresado a tal velocidad, que desde inicios de 1997 el saldo del crédito interno neto del Banco de México se convirtió en negativo. Esto resulta de que, para retirar la liquidez excesiva derivada de la acumulación de activos sobre el exterior, el Banco de México capta depósitos de los bancos y vende valores gubernamentales. Así, la posición financiera del Banco de México con respecto al resto de la economía interna pasó de ser acreedora neta a deudora neta (ver gráfica 41), en tanto que se ha incrementado la posición acreedora neta del instituto central frente al exterior.

²³Como se mencionó líneas atrás, el mecanismo de ajuste también opera cuando hay salidas de capital y depreciaciones aceleradas del tipo de cambio.

GRAFICA 41

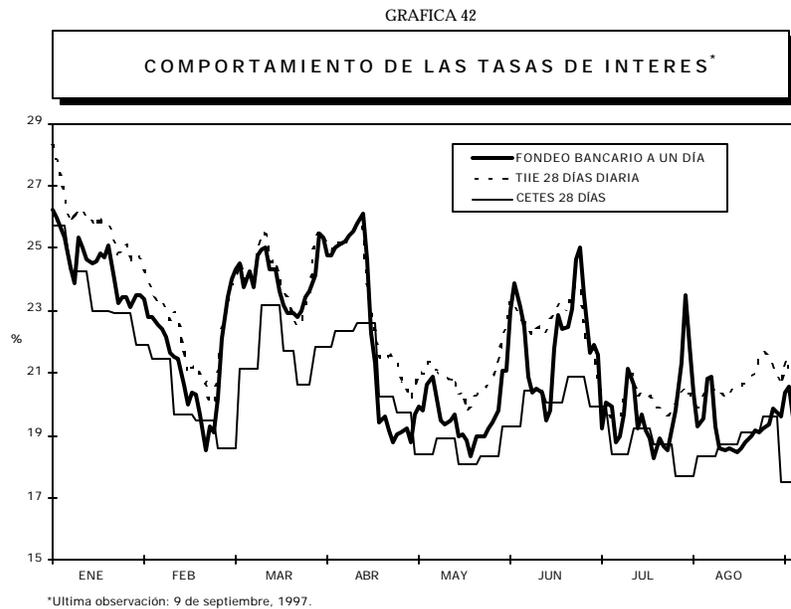


La captación de recursos que el Banco de México realiza para evitar un exceso de oferta monetaria y presiones inflacionarias, ejerce resistencia a que las tasas de interés declinen, e incluso las podría presionar al alza. Este fenómeno se debe a que el banco central, al procurar la neutralización del efecto monetario de la acumulación de activos internacionales, aumenta la oferta de valores gubernamentales. Si la demanda de dichos instrumentos financieros se incrementara simultáneamente por el mismo monto en que aumenta su oferta, las tasas de interés tenderían a permanecer estables. Sin embargo, si el citado aumento en la demanda de valores gubernamentales no ocurre, las tasas de interés tendrían que elevarse, con el objeto de reducir el precio de dichos instrumentos hasta el punto en que algún agente económico esté dispuesto a adquirirlos. Este comportamiento de las tasas de interés no se daría si el banco central se abstuviera de adquirir moneda extranjera ante una mayor oferta de divisas. En tal caso, el tipo de cambio se apreciaría y/o las tasas de interés se reducirían.

Procede señalar que, no obstante su costo en términos de tasas de interés, la acumulación de reservas puede ser deseable por otras consideraciones. Sin embargo, también es de apuntar que, pasado algún punto, los beneficios de seguir acumulando reservas se vuelven declinantes, mas no sucede lo mismo con el costo de hacerlo.

Por las razones expuestas, en los inicios de 1997, el Banco de México comenzó a realizar operaciones de absorción de liquidez mediante la captación de recursos del sistema bancario. A finales de marzo e inicios de abril de ese año, las tasas de interés interbancarias y la TIIE empezaron a subir de manera desproporcionada, a pesar de que la cotización internacional del peso se estaba apreciando y las tasas de interés de los Cetes se encontraban relativamente estables (ver gráficas 40 y 42). Esta incongruencia en los movimientos de las tasas de interés y del tipo de cambio fue el resultado de que:

- i) Los depósitos que la banca estaba constituyendo en el Banco de México no tenían mercado secundario, por lo que no eran líquidos. Este factor hacía que las instituciones de crédito depositantes trataran de obtener un premio que les compensara el riesgo de mantener un activo ilíquido. Ello se reflejaba en las posturas que las instituciones presentaban en las subastas de depósitos en el Banco de México.
- ii) En algunas ocasiones la liquidez quedó concentrada en pocas instituciones de crédito. Estas instituciones aprovecharon las circunstancias para actuar en el mercado de dinero conforme a estrategias que les permitían obtener mayores rendimientos sobre sus depósitos en el Banco de México, rendimientos que no se compadecían con la situación subyacente de los mercados financieros.



Ante esta situación, el Banco de México introdujo a mediados de abril ciertos ajustes a la mecánica operativa de la política monetaria. Las medidas que el Banco de México adoptó fueron las siguientes:

- 1) Incrementar su captación de recursos a través de la venta de valores gubernamentales y disminuir su captación mediante depósitos de las instituciones de crédito. De esta forma, el Banco de México pudo continuar drenando liquidez, pero entregando a las contrapartes de las operaciones respectivas, valores gubernamentales que son líquidos y tienen mercado secundario. Esta medida contribuyó a reducir las presiones alcistas sobre las tasas de interés interbancarias, no sólo porque se eliminó la prima por iliquidez que las instituciones trataban de obtener del Banco de México, sino también debido a que el nuevo mecanismo permitía participar en las operaciones de mercado abierto del instituto emisor a bancos que en el momento de las subastas no contaban con saldos excedentes. En efecto, mediante esta mecánica dichos bancos podían revender de inmediato los valores gubernamentales²⁴ que

²⁴En principio los bancos comerciales hubieran podido haber hecho lo mismo con títulos emitidos por ellos mismos. Sin embargo, el precio de los títulos bancarios es menor que el de los valores gubernamentales, por lo que en la mayoría de los casos la operación con base en los títulos mencionados no sería rentable.

recibían del Banco de México y cubrir el sobregiro momentáneo en que incurrian con el instituto central.

- 2) Se ajustaron algunos elementos del régimen de encaje promedio cero, ampliando los saldos negativos que las cuentas de las instituciones de crédito en el Banco de México pueden alcanzar cada día sin causar intereses y que puedan ser compensados con saldos positivos que se generen otros días. Esta medida favoreció relativamente más a los intermediarios de menor tamaño. Esta ampliación da capacidad a las instituciones para incurrir en mayores sobregiros temporales, los cuales les permiten obtener recursos para su inversión en situaciones de altas tasas de interés, con la esperanza de poder cubrir dichos sobregiros a tasas menores en el futuro. Es decir, la ampliación de los límites permite arbitrar más fácilmente diferencias de tasas de interés en el tiempo, lo que tiende a reducir su volatilidad. Este resultado también se produce en parte porque una mayor capacidad de sobregiros temporales por parte de la banca eleva el grado de competencia en el mercado de dinero. Cabe mencionar que, con el propósito de mantener la mayor competitividad en el mercado de dinero lograda con la ampliación de los límites antes referidos, en mayo pasado se hizo lo propio con los límites aplicables a los saldos positivos. Así, los límites en ambas direcciones se hicieron simétricos.
- 3) Para reforzar las medidas descritas en los dos incisos anteriores, en una ocasión el instituto central fijó un techo a la tasa de interés aplicable a sus operaciones pasivas a plazo de 24 horas. El citado límite se mantuvo vigente tan sólo durante un día, pues esta acción, junto con las antes referidas, fue suficiente para restablecer rápidamente el orden en el mercado de dinero²⁵.

En la gráfica 42 se aprecia que inmediatamente después de que el Banco de México adoptó las medidas recién descritas, las tasas de interés se ajustaron a la baja. El efecto positivo que tuvieron estas medidas se debió, no tanto a su importancia cuantitativa, cuanto a que su aplicación fue interpretada por el mercado como una señal del banco central de que, a su juicio, las tasas de interés de muy corto plazo habían llegado a niveles excesivos.

Después de este episodio de abril, se volvió a presentar otro más leve a finales de junio. En esa ocasión, nuevamente, las tasas de interés interbancarias mostraron movimientos abruptos al alza cuando el tipo de cambio se estaba apreciando. Pero algunas noticias sobre la política monetaria en Estados Unidos sirvieron para que la reacción de los inversionistas movieran las tasas de manera más acordes con el entorno macroeconómico prevaleciente. De ahí que el Banco de México no hubiese tenido que actuar.

²⁵Las medidas expuestas en los incisos 1) y 2) han permanecido vigentes hasta la fecha.

La fijación de un techo para las tasas de interés contribuyó a lograr el efecto deseado, en el episodio de abril. Sin embargo, es de señalar las inconveniencias de usar esa medida en forma frecuente o constante. Durante su vigencia, se suprime casi por completo la influencia de las fuerzas de mercado en la determinación de las tasas de interés, pudiendo dañarse el papel que éstas desempeñan en la captación y asignación de recursos y en el equilibrio de otros mercados. En particular, se corre el riesgo de que las autoridades fijen el citado techo a niveles muy bajos, que trasladarían las presiones en el mercado de dinero a otros mercados, como el cambiario. Las presiones que surgirían sobre el tipo de cambio podrían, a su vez, retroalimentar las presiones sobre las tasas de interés, moviéndolas a una situación más inestable que la prevaleciente antes de la adopción de la medida.

II.1.4. Ajuste a la Política Monetaria

Una opción para combatir niveles de tasas de interés excesivamente altos sería el uso del “largo”. Como se recordará, en enero pasado la Junta de Gobierno de la institución juzgó conveniente prescindir temporalmente del uso de los “largos”. Sin embargo, las razones que llevaron a la Junta de Gobierno a tomar esa decisión, han sido sustancialmente superadas. Por tanto, se ha decidido dejar sin efecto la renuncia temporal al uso de “largos”.

No obstante, la utilización de “largos” será siempre cuidadosa y sólo se recurrirá a ella en caso de que:

- i) el comportamiento de las tasas de interés de muy corto plazo no sea congruente con la evolución del tipo de cambio, en particular en situaciones en que la moneda nacional se esté apreciando y no existan presiones inflacionarias adicionales a las previstas en el programa económico;
- ii) la inflación evolucione de manera tan favorable, que existan probabilidades altas y bien fundadas de que el aumento de los precios vaya a resultar claramente inferior al objetivo que se haya establecido. Permitir, entonces, cierto relajamiento de la política monetaria se inspira en la consideración de que, al darse una inflación substancialmente menor a la programada, se puede llegar a afectar la actividad económica. Esto, porque los salarios, las tasas de interés y algunos precios cuya trayectoria se fija para periodos relativamente largos, son fuertemente influidos por la inflación esperada. Si la inflación real resulta substancialmente menor, se produce una contracción de los márgenes de utilidades de las empresas que puede conducir a una situación recesiva, cuya consecuencia es el debilitamiento de la inversión y del empleo;

- iii) se produzca una apreciación del tipo de cambio que se estime insostenible por derivarse de entradas cuantiosas de capital a corto plazo al mercado de dinero; y, finalmente,
- iv) surjan aumentos de las tasas de interés atribuibles, meramente, a la formación de situaciones desordenadas en el mercado de dinero.

Los “largos” que, en su caso, el Banco de México llegara a establecer podrían detener, e incluso revertir, una tendencia a la apreciación del tipo de cambio. En el pasado el Banco de México ha aplicado “cortos” en respuesta a condiciones desordenadas en el mercado de cambios, en particular cuando el tipo de cambio era objeto, actual o potencial, de depreciaciones abruptas. Con el eventual uso de “largos”, se restaura la simetría de la política monetaria para responder a movimientos indeseables del tipo de cambio, sean al alza o a la baja.

El uso de “largos” también puede ser útil para combatir ciertos comportamientos anormales de las tasas de interés, como los que se dieron en algunos episodios de 1997. Como ya se señaló, en ocasiones bajó el grado de competencia en el mercado de dinero. Esto invitaba a algunos participantes del mercado a adoptar estrategias de operación conducentes a elevaciones artificiales de las tasas de interés. La mera posibilidad de que el Banco de México pueda usar el “largo” será un factor eficaz para combatir esas acciones.

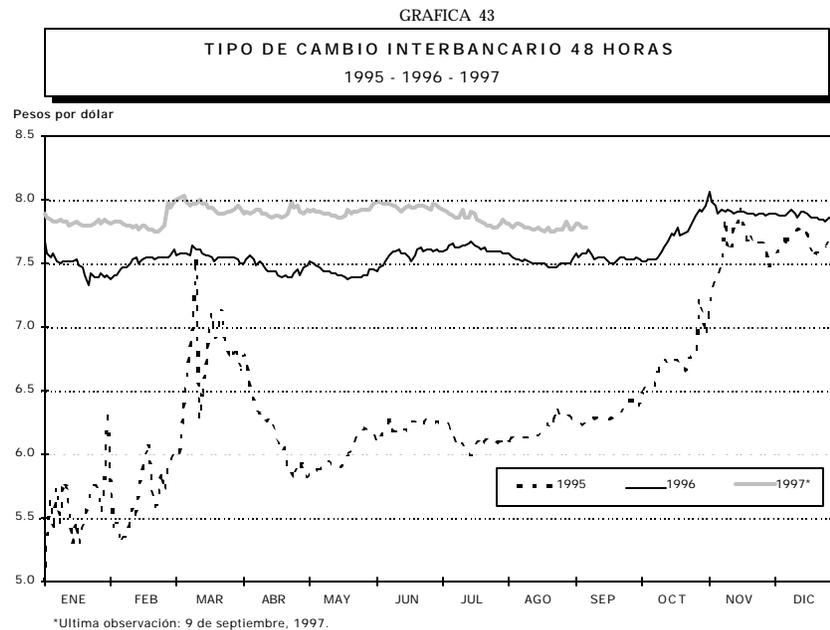
Algunos movimientos en apariencia incongruentes que a veces ocurrieron en el tipo de cambio y las tasas de interés se produjeron por razones diferentes de la referida en el párrafo anterior. Por ejemplo, las tasas de interés han mostrado resistencias a la baja, en razón de la cuantiosa y rápida acumulación de reservas internacionales financiada por el Banco de México mediante la captación de recursos en el mercado de dinero. Lamentablemente, este tipo de resistencias de las tasas de interés a descender no pueden atenuarse mediante el uso de los “largos”, pues tienen una causa real subyacente.

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

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

II.2. Política Cambiaria

No existe régimen cambiario sin desventajas. No obstante, los resultados obtenidos en México con la flotación se pueden considerar en conjunto positivos.



Al implantarse el régimen de flotación, se temía que la cotización de la moneda extranjera resultara muy volátil. Sin embargo, la evolución mostrada por el tipo de cambio a partir de principios de 1996, no corresponde a ese temor (ver gráfica 43). Es cierto que en 1995 la cotización del peso frente al dólar mostró substancial inestabilidad; pero esto fue el resultado, no de la naturaleza del régimen de flotación, sino del ambiente de incertidumbre entonces reinante en diversos aspectos.

La volatilidad de dicha cotización se redujo en forma considerable durante 1996 y en lo transcurrido de 1997. Según una muestra que incluye 12 divisas importantes que flotan frente al dólar, la tasa de cambio del peso mexicano fue la segunda menos volátil en 1996, la menos volátil en el primer semestre de 1997 y la tercera menos volátil en los meses que lleva el segundo semestre de este último año (ver cuadro 22). Ello de ninguna manera ha sido consecuencia de supuestas medidas orientadas a mantener artificialmente el tipo de cambio a niveles determinados. Ha sido resultado de un entorno internacional favorable, una política fiscal atinada, el continuado proceso de desregulación y privatización, una política monetaria congruente con el objetivo de abatimiento de la inflación y, en general, avances significativos en otros aspectos de la política económica.

CUADRO 22
**VOLATILIDAD DE LOS TIPOS DE CAMBIO DE LAS MONEDAS NACIONALES
 DE ALGUNOS PAISES FRENTE AL DOLAR**

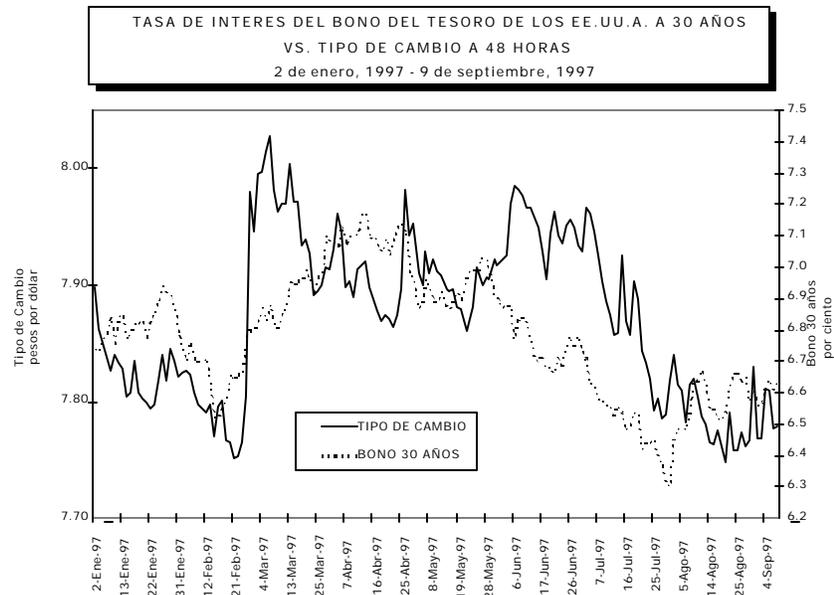
| | Volatilidad anualizada* (En por ciento) | | | | | |
|----------------|---|---------|--------|---------|--------|-----------|
| | 1995-I | 1995-II | 1996-I | 1996-II | 1997-I | 1997-II** |
| México | 48.56 | 17.60 | 5.99 | 5.31 | 4.92 | 5.06 |
| Nueva Zelandia | 6.67 | 5.35 | 5.56 | 6.01 | 5.88 | 8.36 |
| Australia | 8.86 | 7.87 | 6.10 | 6.70 | 7.65 | 7.30 |
| Finlandia | 12.85 | 9.13 | 7.43 | 7.28 | 10.04 | 9.80 |
| Suecia | 12.70 | 9.91 | 8.02 | 7.28 | 10.26 | 9.01 |
| Canadá | 5.13 | 5.92 | 3.64 | 3.33 | 5.46 | 3.87 |
| Italia | 13.97 | 7.22 | 5.97 | 5.73 | 8.95 | 9.81 |
| Sudáfrica | 5.64 | 2.34 | 13.86 | 7.20 | 5.25 | 3.51 |
| Reino Unido | 10.45 | 7.41 | 5.60 | 6.30 | 8.13 | 9.52 |
| Suiza | 16.67 | 12.13 | 7.77 | 8.84 | 11.70 | 9.22 |
| Japón | 14.12 | 14.04 | 8.14 | 7.09 | 12.56 | 16.31 |
| Alemania | 13.87 | 10.89 | 6.28 | 6.87 | 9.79 | 10.54 |

* La volatilidad anualizada se define como la desviación estándar anualizada de las variaciones porcentuales diarias del tipo de cambio.

** Hasta el 9 de septiembre de 1997.

La influencia del entorno internacional en la determinación del tipo de cambio del peso frente al dólar se puede apreciar en la gráfica 44. En ella se observa una correlación apreciable entre la tasa de rendimiento de los bonos a 30 años emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos y el tipo de cambio spot del peso frente al dólar. La explicación es que, cuando la tasa de rendimiento citada se reduce, hay capitales del exterior que fluyen al país, lo que a su vez se refleja en una apreciación de la moneda nacional, y viceversa.

GRAFICA 44



Dos factores adicionales han contribuido a reducir la volatilidad del tipo de cambio de la moneda nacional frente al dólar: primero, el continuo esfuerzo del Banco de México en llevar a cabo sus operaciones de la manera más transparente posible y, segundo, el funcionamiento más eficiente del propio mercado cambiario.

Con respecto al primer factor, es pertinente señalar que el Banco de México ha diseñado su política de información con el objeto de facilitar el seguimiento de sus acciones. En atención a este criterio, se han tomado las medidas siguientes: a) presentación y análisis detallado, en publicaciones del instituto central, de los objetivos que persigue el Banco de México y de los instrumentos que utiliza en su consecución; b) intervención del Banco de México en el mercado cambiario apegada a mecanismos dados a conocer²⁶ ampliamente; c) publicación diaria del saldo consolidado de las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco de México, del saldo de los billetes y monedas en circulación y del programa de operaciones del instituto central en el mercado abierto para la jornada respectiva; d) publicación semanal y mensual, con carácter preliminar, de los principales rubros del estado de cuentas del Banco, entre los que destacan la base monetaria, el

²⁶Durante 1997, el Banco de México no ha intervenido en el mercado cambiario, mas que a través del mecanismo de opciones que se explica más adelante.

crédito interno neto y los activos internacionales; y e) incorporación al sistema INTERNET tanto de la amplia base de datos con que cuenta este instituto emisor, como de las normas que expide y de las principales exposiciones de la institución y de sus funcionarios.

En relación con el segundo factor, cabe señalar que los avances tecnológicos en computación y telecomunicaciones han hecho posible que la información pertinente para los participantes en los mercados financieros nacionales e internacionales fluya con gran rapidez. Esto ha sido clave para profundizar al mercado cambiario nacional: el volumen promedio diario de operación en dicho mercado alcanza ya 9,000 millones de dólares, 270 por ciento más que lo operado a mediados de 1995. Otra muestra del grado de madurez que ha alcanzado el mercado cambiario del peso mexicano, lo representa el hecho de que el diferencial entre las cotizaciones de compra y venta se ha reducido a niveles comparables con los vigentes en los principales mercados en donde se comercia con las divisas más importantes. Los mercados cambiarios profundos hacen más factible que operaciones de cuantía considerable se puedan llevar a cabo sin afectar mayormente al tipo de cambio.

Además, la disposición oportuna de información ha promovido el desarrollo sano de los mercados de contratos derivados²⁷ del peso mexicano. Como ejemplo de la evolución de este tipo de mercados, se puede mencionar que de agosto de 1995 al mismo mes de 1997 el valor total de los contratos vigentes en el mercado de futuros del peso mexicano en Chicago aumentó 300 por ciento. Lo anterior ha determinado que los contratos a futuro referidos al peso mexicano ocupen el quinto lugar en términos del valor total de contratos abiertos.

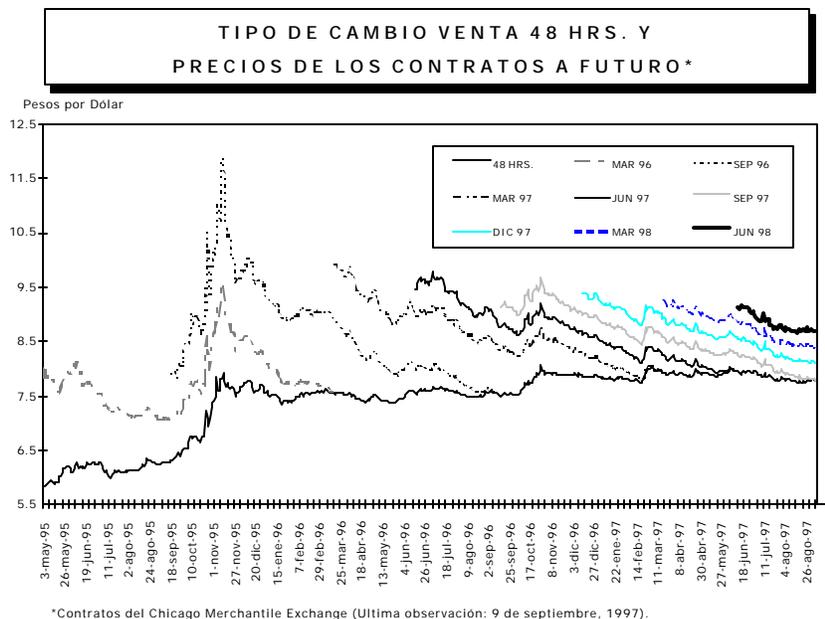
La posibilidad de operar con derivados referidos al tipo de cambio pesos/dólar permite a los agentes económicos cubrir sus riesgos cambiarios (o exponerse a ellos, en el caso de especuladores) sin tener que efectuar operaciones en el mercado de cambios al contado. Ello tiende a dar mayor estabilidad a la cotización del peso frente al dólar que se determina en este último mercado. Por su parte, la volatilidad de los precios de los contratos a futuro del peso mexicano a todos sus plazos también se ha reducido considerablemente, como se puede apreciar en la gráfica 45.

Otro temor que se tenía con la flotación era que las inversiones en planta y equipo, en particular las correspondientes al sector exportador, sufrieran detrimento por la dificultad para predecir el tipo de cambio real. Sin embargo, la inversión en ese sector se ha venido incrementando con gran dinamismo. Un indicador son las importaciones de bienes de capital efectuadas por las empresas exportadoras, las cuales aumentaron, en dólares, 28 por ciento en

²⁷Los derivados utilizados con mayor frecuencia en el caso del peso mexicano son los futuros, los "forwards" y las opciones.

1995, 26 por ciento en 1996 y 39.7 por ciento en el periodo enero-julio de 1997 (en relación con el mismo periodo de 1996). Información adicional al respecto se deriva de las respuestas de las empresas exportadoras consultadas por el Banco de México en su Encuesta Semestral de Coyuntura. En el levantamiento efectuado en julio último, el 84 por ciento de las empresas exportadoras encuestadas contestaron que realizarán inversiones durante el segundo semestre de 1997. Además, el 51 por ciento de ellas indicó que el monto de sus nuevas inversiones será superior al del primer semestre del año en curso.

GRAFICA 45



Cabe mencionar que el régimen de flotación favorece la inversión en activos reales por una razón importante. En ausencia de flexibilidad del tipo de cambio, la economía absorbe los choques tanto de índole interna como externa a través de ajustes de las tasas de interés, así como de las reservas, si se cuenta con ellas y se tiene la disposición y facultad para usarlas. En la flotación, los choques se amortiguan mediante variaciones tanto de las tasas de interés, como del tipo de cambio, y sólo en casos extraordinarios, de las reservas. Así, se reducen la volatilidad y las presiones alcistas sobre las tasas de interés. Esto queda de manifiesto en el cuadro 18, en el que se muestra que la volatilidad de las tasas de interés de los Cetes a 28 días en el periodo enero-septiembre de 1997 ha sido la menor desde 1990.

A la luz de la evolución del tipo de cambio, de la situación de liquidez prevaleciente en los mercados financieros internacionales y de la conveniencia de continuar acumulando activos internacionales netos, la Comisión de Cambios²⁸ decidió en dos ocasiones durante el transcurso de 1997 ampliar el monto de las compras de moneda extranjera que el Banco de México puede llegar a hacer a través del mecanismo de opciones.

Se recordará que el referido mecanismo de opciones fue puesto en marcha en agosto de 1996, al estimar dicha Comisión que la disponibilidad de un mayor monto de activos internacionales contribuiría a que México obtuviese mejores condiciones en cuanto al costo y plazo del financiamiento externo.

El esquema de opciones establecido es un mecanismo muy apropiado para acumular reservas internacionales en el contexto de un régimen de flotación. En primer lugar, porque dicho mecanismo favorece las ventas de dólares al instituto emisor sólo cuando el mercado de esa moneda está ofrecido, en tanto que las inhibe cuando se encuentra demandado. En segundo término, y quizá más importante, porque dicha fórmula no altera la naturaleza del régimen de flotación, una de cuyas características principales es la de no predeterminedar el nivel del tipo de cambio.

Al inicio se determinó subastar opciones por 130 millones de dólares cada mes, pero dicha cantidad se ha ido incrementando gradualmente. Al cierre de 1996, el citado monto se había elevado ya a 300 millones de dólares. En febrero de 1997, la Comisión de Cambios resolvió que, a partir de ese mes, en caso de ejercerse antes del día 16 el 80 por ciento, o más, de las opciones correspondientes a ese mismo periodo, se convocaría inmediatamente a una subasta adicional de opciones por otros 300 millones de dólares. Estas últimas tendrían vigencia sólo por el resto del mes respectivo. Así, el monto potencial de moneda extranjera que el Banco de México podía llegar a adquirir cada mes a través del mecanismo aludido se incrementó a 600 millones de dólares a partir de febrero pasado.

Al cierre de julio de 1997, la Comisión de Cambios decidió incrementar a 500 millones de dólares la subasta de opciones susceptibles de ejercerse en agosto, realizándose una segunda subasta por igual cantidad si, durante la primera quincena, se hubieran ejercido 80 por ciento o más de las opciones subastadas el 31 de julio (esto último no sucedió). Por tanto, la Comisión de Cambios elevó a 1,000 millones de dólares el monto potencial de moneda extranjera que el Banco de México podría adquirir durante agosto mediante el esquema de que se trata. La misma Comisión determinó mantener vigente este esquema en septiembre de 1997.

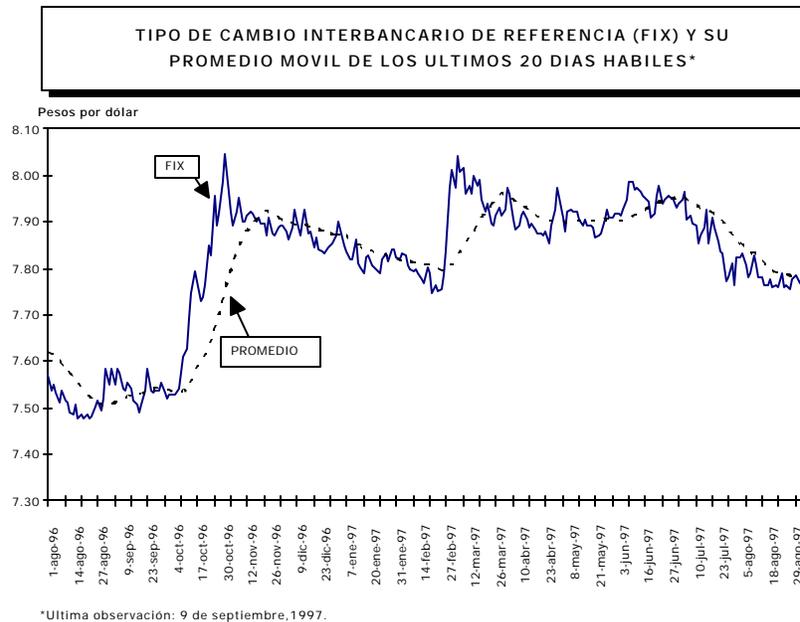
²⁸Integrada por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México y a cuyo cargo está la determinación de la política cambiaria del país.

El mecanismo de opciones ha cumplido con el objetivo primordial para el cual fue creado. Durante los doce meses que lleva en operación, ha permitido al Banco de México adquirir divisas por 3,760 millones de dólares. En el periodo enero-agosto de 1997, se subastaron opciones por 3,500 millones de dólares, ejerciéndose 2,851 millones de dólares (ver cuadro 23).

CUADRO 23
**COMPRAS DE DOLARES A INSTITUCIONES DE CREDITO MEDIANTE EL
 MECANISMO DE OPCIONES**
 Millones de dólares

| | Monto subastado | Monto ejercido |
|--------------|-----------------|----------------|
| Enero | 300 | 300 |
| Febrero | 600 | 448 |
| Marzo | 300 | 120 |
| Abril | 600 | 563 |
| Mayo | 300 | 300 |
| Junio | 300 | 20 |
| Julio | 600 | 600 |
| Agosto | 500 | 500 |
| Total | 3,500 | 2,851 |

En la gráfica 46 se presenta la trayectoria que mostró el tipo de cambio interbancario de referencia (fix) y el promedio móvil de éste de los veinte días hábiles inmediatos anteriores. Es de recordarse que la condición que se tiene que cumplir para que los tenedores de las opciones puedan vender dólares al Banco de México, es que el tipo de cambio interbancario de referencia del día hábil inmediato anterior no sea mayor a su promedio de los veinte días hábiles inmediatos anteriores.



La prudente acumulación de activos internacionales, tanto en términos brutos como netos, que se ha logrado a partir de enero de 1996, más las cantidades que previsiblemente se seguirían acumulando mediante el mecanismo de opciones y otros medios, fueron elementos fundamentales para que la Comisión de Cambios adoptara un acuerdo adicional a los ya mencionados. En febrero de 1997, la citada Comisión anunció el establecimiento de un esquema de ventas contingentes de dólares por parte del Banco de México, conforme al cual el instituto emisor ofrece en subasta hasta 200 millones de dólares cada día en que las instituciones de crédito le presenten, antes de las 12:15 horas, posturas con un tipo de cambio por lo menos dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior²⁹.

El propósito de este esquema es tan sólo el de moderar la volatilidad del tipo de cambio, no el de defender niveles específicos de la cotización de la

²⁹Para estos efectos, el tipo de cambio del día hábil inmediato anterior será el que el Banco de México publique en el Diario Oficial de la Federación el día de la subasta (a menos de que el Banco de México haya vendido el día hábil inmediato anterior divisas mediante el mecanismo citado, en cuyo caso el tipo de cambio del día hábil inmediato anterior sería el que hubiera resultado de la subasta del día hábil inmediato anterior). La publicación referida se hace todos los días hábiles bancarios a fin de dar a conocer el tipo de cambio conforme al cual deban solventarse las obligaciones denominadas en moneda extranjera pagaderas dentro del territorio nacional. El referido tipo de cambio que se publica en un día determinado refleja el tipo de cambio de mercado del día hábil bancario inmediato anterior, según el muestreo que al efecto realiza el banco central.

moneda nacional. Como se ha señalado, para que el mecanismo de venta de dólares actúe, es necesario que se presenten posturas con un tipo de cambio que supere por lo menos en dos por ciento al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior. Al respecto, conviene recordar una característica de los episodios de 1995 en los que la moneda nacional se depreció a gran velocidad. La liquidez del mercado de cambios se agotó entonces casi por completo. Esto resultó muy inconveniente, ya que, debido a la falta de liquidez, demandas subsecuentes y no muy cuantiosas de moneda extranjera causaron depreciaciones desproporcionadas del peso.

Tales situaciones pueden llevar a la formación de espirales devaluatorias, de graves consecuencias sobre el nivel de la inflación y de las tasas de interés, y, por tanto, sobre la actividad económica y el empleo. Es, pues, con la finalidad de reducir el riesgo de realización de situaciones de esa naturaleza, que se decidió adoptar la citada medida. Ello, por cierto, sin incurrir en el riesgo de perder cantidades excesivas de reservas internacionales.

En relación con este último aspecto, conviene señalar que en el curso de 1996 y hasta la puesta en vigor del aludido mecanismo el 24 de febrero último, en ningún día se hubieran dado las condiciones para activación. Además, al vender los dólares mediante subastas y al no intentar la defensa de cotizaciones específicas del tipo de cambio, este precio deberá alcanzar con rapidez el nivel que, en las nuevas circunstancias, equilibre la oferta y la demanda de moneda extranjera. Por último, es posible que el mero conocimiento de que el banco central venderá 200 millones de dólares si el tipo de cambio se deprecia dos por ciento o más de un día a otro, reduzca las probabilidades del surgimiento de espirales devaluatorias. A mediados de septiembre de 1997, el Banco de México no había vendido cantidad alguna de moneda extranjera al amparo de este programa.

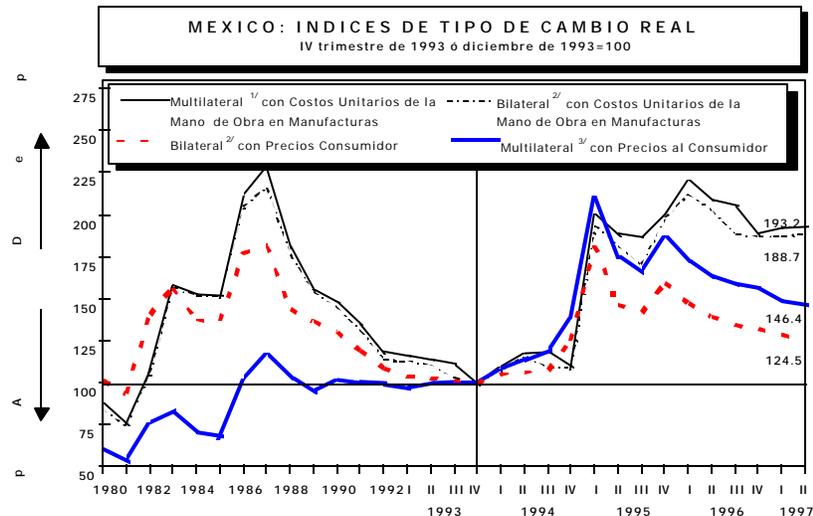
La relativa estabilidad del tipo de cambio nominal durante 1996 y el tiempo transcurrido de 1997 ha sido motivo de preocupación para algunos sectores de la sociedad. Esto debido a que el citado comportamiento del tipo de cambio nominal ha dado lugar a una apreciación del tipo de cambio real³⁰. En opinión de algunos exportadores y analistas, dicha apreciación real representa un obstáculo a la competitividad internacional de nuestros productos y al proceso de recuperación económica.

³⁰El tipo de cambio real no es, como algunos piensan, una cantidad de pesos que se cambia por una unidad de alguna moneda extranjera, ni tampoco quiere decir que es el tipo de cambio que corresponde idealmente a las condiciones fundamentales de la economía. El tipo de cambio real es un punto en un índice que combina la evolución del tipo de cambio nominal con el diferencial entre la inflación interna y externa. Cuando el tipo de cambio nominal no se deprecia en un periodo dado en proporción al diferencial entre la inflación interna y externa (partiendo del supuesto de que la inflación interna es superior a la externa), se dice que el tipo de cambio real se está apreciando; en caso en que la depreciación nominal de la moneda nacional sea superior al diferencial de inflaciones, se dice que el tipo de cambio real se está depreciando. Debido a que existen múltiples tipos de cambio nominales de la moneda nacional (uno para cada una de las divisas de los demás países y otros muchos más con respecto a distintas canastas de estas últimas) y que las inflaciones se pueden medir de varias maneras (mediante índices de precios al consumidor, al productor, precios de bienes comerciables, salarios y costos unitarios de la mano de obra, entre otras alternativas) también existen varios índices del tipo de cambio real.

Al respecto, conviene, en primer lugar, identificar los factores que han estado generando la apreciación real de la moneda nacional, para después determinar si las autoridades deben adoptar medidas en relación con este fenómeno.

La gráfica 47 muestra la evolución reciente de varios índices del tipo de cambio real de la moneda nacional. Varios aspectos resaltan de dicha gráfica: a) Los cuatro índices presentados reportan una apreciación real de la moneda nacional a partir de inicios de 1996, aunque los indicadores estimados con base en costos unitarios de la mano de obra señalan que la tendencia hacia la apreciación se interrumpió durante 1997. b) Todos los índices muestran una sustancial depreciación real de la moneda nacional con respecto a diciembre de 1993, periodo en que la moneda nacional se encontraba en uno de sus niveles más apreciados en términos reales de los últimos años. c) Los índices estimados con base en costos unitarios de la mano de obra reflejan una depreciación real a partir de diciembre de 1993 mucho más cuantiosa que la medida a través de índices de precios al consumidor. Esto ha sido producto de la abrupta caída en el país de las remuneraciones laborales en términos reales a inicios de 1995 y su gradual recuperación, así como de los sustanciales aumentos de la productividad de la mano de obra propiciada por la cuantiosa inversión que se ha venido realizando, por la tecnología más avanzada o más idónea que se ha venido utilizando y por la mejor calidad de la regulación económica.

GRAFICA 47



1/ Con respecto a 8 países industriales: Estados Unidos de América, Japón, Alemania, Reino Unido, Canadá, Italia, Francia y España.

2/ Con respecto a los Estados Unidos de América.

3/ Con respecto a 125 países que integran el índice de precios mundial en las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI. Es importante considerar a ese número de países -a pesar de que con muchos de ellos México no tiene relaciones comerciales- debido a que nuestro país compite con todos ellos en los mercados mundiales.

Es pertinente señalar que la acepción del tipo de cambio real en términos de los costos unitarios de la mano de obra es la más significativa para medir la capacidad del país para competir con el exterior, ya sea para exportar o para sustituir importaciones. Los costos de los productos tienen que ver con los precios de la maquinaria, de las materias primas, de las partes, de la energía y de la mano de obra, así como con las tasas de interés. Salvo los salarios, el costo de los demás insumos para la producción difícilmente puede disociarse de la evolución del tipo de cambio nominal. En consecuencia, la competitividad internacional de la economía depende fundamentalmente de los salarios y de la productividad laboral, por ser los elementos que tienen más posibilidad de moverse independientemente del tipo de cambio. Esto último es particularmente cierto, dada la gran liberalización comercial y financiera que ha ocurrido en el país desde 1985.

^e La apreciación del tipo de cambio real a partir de inicios de 1996 responde principalmente a las consideraciones siguientes:

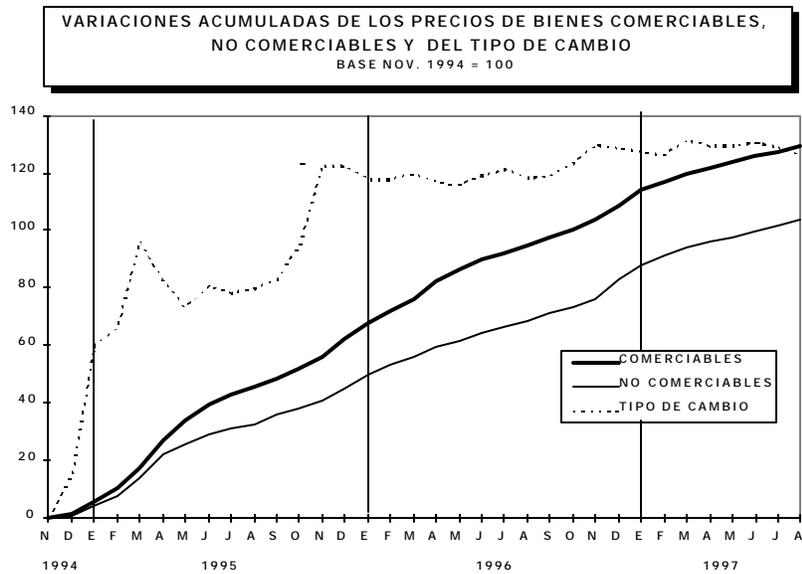
- i) Depreciaciones nominales de la moneda nacional de gran magnitud, como las sucedidas a finales de 1994 y durante algunos lapsos de 1995, producen al inicio una depreciación del tipo de cambio real. Sin embargo,

ésta se va desvaneciendo con el tiempo, al menos parcialmente³¹. Esto se debe a que las devaluaciones nominales, a la postre, terminan por inducir alzas de precios. De hecho, la inflación que ha sufrido la economía mexicana a partir de 1995 tiene su origen en el ajuste diferido de los precios internos en respuesta a las devaluaciones citadas. Los precios que han aumentado con mayor velocidad a partir de inicios de 1995 han sido los de los bienes comerciados. No debe sorprender que el incremento acumulado de los precios de los bienes comerciados a partir de 1995 haya alcanzado ya en julio pasado la depreciación acumulada de la moneda nacional en ese mismo periodo (ver gráfica 48). Dicha convergencia no se había dado antes debido a la gran caída de la demanda interna durante 1995 y parte de 1996. Por su parte, los precios de los bienes no comerciados también se han venido ajustando al alza, aunque a menor velocidad dada la moderación de los aumentos salariales y la caída ya mencionada de la demanda interna. El ajuste de los salarios ha sido, en general, el menos rápido y por esto es que la devaluación, junto con el aumento de la productividad del trabajo, ha sido una de las causas de la mejoría notable en la competitividad del país.

- ii) El otro factor que ha contribuido a la apreciación real de la moneda nacional ha sido el ingreso de capitales del exterior, el cual se ha acelerado durante 1997. Para advertir la conexión entre los flujos internacionales de capital y el tipo de cambio real, supóngase que un extranjero decide hacer una inversión en el país y que, al efecto, vende dólares para adquirir pesos. Suponiendo que nada más varía, el extranjero, para que le compren sus dólares, tendría que ofrecer un tipo de cambio que abarate esa divisa, dando lugar así a la apreciación de la moneda nacional. Es oportuno recordar que el abaratamiento consiguiente del dólar dará lugar, entre otras cosas, a que las importaciones aumenten, y a que parte de lo que se exportaba se venda en el mercado doméstico. Por tanto, la revaluación del tipo de cambio es la causa inmediata de la aparición (o ampliación) del déficit en la cuenta corriente, más no la causa primaria. Sin la decisión del extranjero de invertir en el país, tal apreciación no se habría dado.

GRAFICA 48

³¹Después de una gran depreciación del tipo de cambio real.



En el caso descrito en el inciso ii) anterior, las autoridades pueden tomar, con limitaciones, algunas medidas para evitar la apreciación de la moneda nacional. La manera más inmediata para obtener este resultado es mediante la transformación del ingreso de capital externo en reservas internacionales del banco central, junto con la neutralización de la expansión monetaria que resulta de la adquisición de divisas por parte del instituto emisor³². Esto se ha venido haciendo.

Se recordará que la Comisión de Cambios, al anunciar en julio pasado la última ampliación del monto potencial de compra de divisas que el Banco de México podría llegar a hacer a través del mecanismo de las opciones, externó su preocupación sobre la posibilidad de que en los próximos meses continuaran flujos de capital hacia el país que pudieran acelerar la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio real. Se dijo también que, de continuar una apreciación acelerada de la moneda nacional, podría disminuir la rentabilidad esperada de la inversión en el sector de bienes comerciables, la cual ha impulsado la recuperación actual de la economía, poniéndose en riesgo la sostenibilidad del crecimiento. Por ello, la Comisión de Cambios citó como un objetivo adicional del mecanismo de opciones, el de contrarrestar las

³²Si el banco central no neutralizara el impacto monetario de la acumulación de los activos internacionales netos, el aumento de la liquidez redundaría a la postre en una mayor inflación interna, lo que produciría la apreciación real de la moneda nacional, que es precisamente lo que se pretende evitar.

presiones a la apreciación del tipo de cambio real causadas por los flujos de capitales externos.

Sin embargo, es cuestionable que la acumulación de activos internacionales se haga indefinidamente por la totalidad o una gran parte del flujo de capitales. Esto tendría serias implicaciones. La primera sería que no se aprovecharía el ahorro externo para el desarrollo de la economía nacional, pues el capital que entrara a través de los distintos canales de la inversión extranjera o de la repatriación, se reexportaría por el Banco de México. Otra complicación no siempre advertida por no ser manifiesta, es que las compras de bienes y servicios que se efectuaran en el país con los recursos en pesos obtenidos de la inversión extranjera, desplazarían otras compras de empresas y personas establecidas en México. Este desplazamiento se daría por el efecto que sobre las tasas de interés tendría la esterilización que el banco central hiciera de la inyección monetaria que produce su adquisición de divisas.

De ahí que se hayan venido considerando otras fórmulas para hacer frente a las presiones conducentes a una apreciación real de la moneda nacional que se juzgue indeseable.

Los ingresos de capital de corto plazo son motivo de preocupación para las autoridades, pues pueden inducir apreciaciones del tipo de cambio fácilmente reversibles.

En respuesta a lo anterior, entre otras razones, es que el Banco de México está anunciando a través de este documento la posibilidad de poner "largo" al sistema. Dentro del esquema adoptado en México para la ejecución de la política monetaria, la utilización del "largo" es la fórmula más idónea para desalentar el flujo de capital de corto plazo hacia el país. Es de advertir, sin embargo, que el instituto central solo generará "largos" en caso de que con ello no comprometa el cumplimiento de su mandato constitucional de procurar ante todo el abatimiento sostenible de la inflación.

Conviene advertir que el uso del "largo" sería ineficaz para evitar la apreciación del tipo de cambio real, si ésta es causada por la inversión extranjera directa, la inversión extranjera en bolsa o el endeudamiento en el exterior a mediano y largo plazo. Estos ingresos de capital responden a factores que prácticamente no son afectados por el uso de instrumentos de política monetaria. Es preciso tener presente que el poder de la política monetaria para influir sobre el tipo de cambio real es limitado.

Otro fenómeno que causa preocupación, y, por tanto, eventual volatilidad en los mercados financieros, es la aparición o crecimiento del déficit de la cuenta corriente. La inestabilidad en los mercados financieros que induce dicho fenómeno puede llegar a ser considerable y por consiguiente, preocupante, de manera especial para el banco central. Sin embargo, hay que

reflexionar sobre la capacidad de la política monetaria y de la cambiaria de hacer algo al respecto.

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

La política fiscal es la que puede ser más efectiva para controlar el déficit en cuenta corriente. Un mayor ahorro del sector público reduce el gasto total en la economía³³, salvo que se utilice para pagar deuda interna. Al reducirse el gasto total, disminuye el déficit en cuenta corriente.

Por último, es conveniente apuntar que ningún régimen cambiario - sea fijo, flotante, deslizante, fluctuante dentro de una banda fija o de una banda deslizante - es capaz de garantizar la permanencia del tipo de cambio real a un cierto nivel a través de lapsos considerables. El tipo de cambio real responde a la larga a la evolución de los elementos fundamentales de la economía y no a manipulaciones monetarias. Lo mismo se puede decir del saldo de la cuenta corriente.

II.3. Evolución de los Agregados Monetarios

Base Monetaria

De diciembre de 1996 a agosto de 1997, el saldo de la base monetaria se contrajo por motivos estacionales 1.6 miles de millones de pesos (m.m.p.), cifra que coincide con el comportamiento, en ese mismo periodo, de los billetes y monedas en circulación (ver cuadro 24). Ello no es de sorprender, dada la vigencia del régimen de encaje promedio cero.

CUADRO 24
BASE MONETARIA
Miles de millones de pesos

| SALDOS | | | | FLUJOS | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------------------|-----------------------|
| Dic 95 | Ago 96 | Dic 96 | Ago 97 | Ago 96 a Ago 97 | Dic 96 a Ago 97 |
| | | | | | |

³³Aunque no en una proporción de uno a uno.

| | | | | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| BASE MONETARIA | 66.8 | 61.0 | 84.0 | 82.4 | 21.4 | -1.6 |
| Billetes y monedas en circulación | 66.8 | 61.0 | 84.0 | 82.4 | 21.4 | -1.6 |
| En poder del público | 60.7 | 56.0 | 74.1 | 74.0 | 18.0 | -0.1 |
| En caja de los bancos | 6.1 | 5.0 | 9.9 | 8.4 | 3.4 | -1.5 |
| Depósitos de la banca en cuenta corriente | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

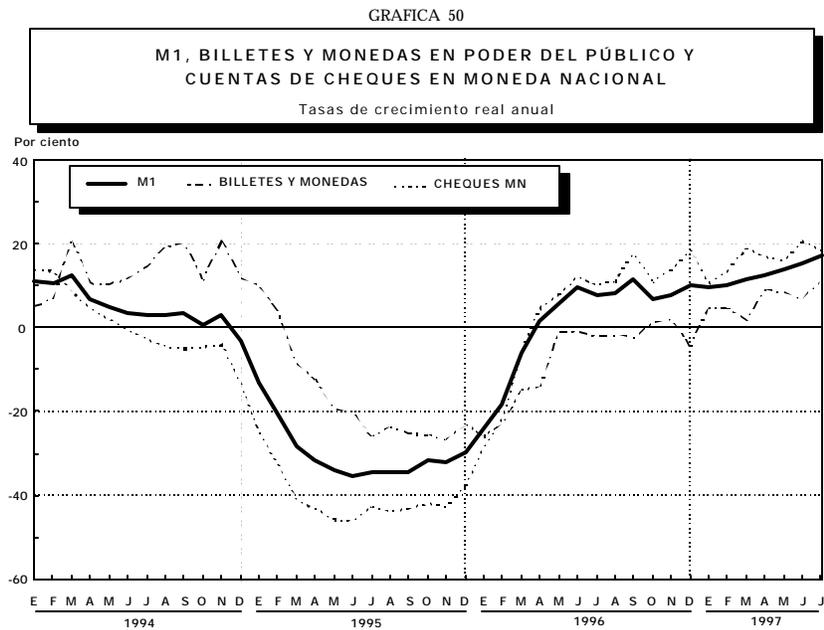
En la sección II.1.3. de este documento se presenta una descripción detallada del comportamiento de los billetes y monedas en circulación durante el periodo enero-agosto de 1997, así como de la base monetaria³⁴ y sus componentes vistos por el lado de las fuentes (crédito interno neto y reservas internacionales del Banco de México). De ahí que el desarrollo de dichos agregados no se analice en este apartado.

³⁴La base monetaria por el lado de sus usos está compuesta de billetes y monedas en circulación y depósitos en cuenta corriente de las instituciones de crédito en el banco central.

CUADRO 25
MEDIO CIRCULANTE (M1)
Miles de millones de pesos

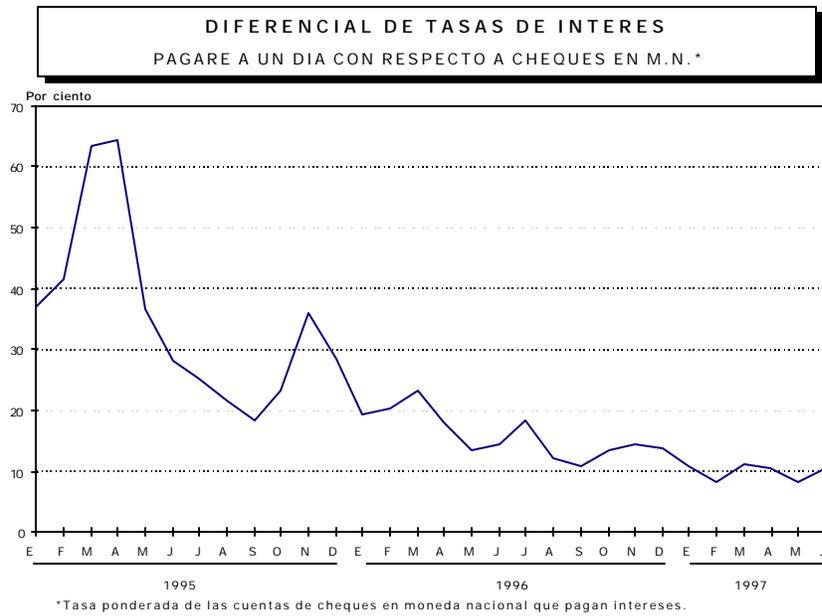
| | SALDOS | | | | FLUJOS | | Var. % real de los saldos |
|---|--------|-------|-------|-------|--------------|--------------|------------------------------|
| | Dic. | Jul. | Dic. | Jul. | Jul. 96 | Dic. 96 | |
| | 95 | 96 | 96 | 97 | a Jul. 97 | a Jul. 97 | Jul. 97/ Jul. 96 |
| M1 | 165.4 | 181.2 | 232.7 | 254.2 | 73.0 | 21.5 | 17.2 |
| Billetes y monedas en poder del público | 60.7 | 55.5 | 74.1 | 73.8 | 18.3 | -0.3 | 11.0 |
| Cuentas de cheques | 104.7 | 125.7 | 158.6 | 180.4 | 54.7 | 21.8 | 19.9 |
| En moneda nacional | 88.9 | 106.8 | 134.7 | 151.5 | 44.7 | 16.8 | 18.5 |
| En moneda extranjera | 15.8 | 18.9 | 23.9 | 28.9 | 10.0 | 5.0 | 27.4 |

La tasa de crecimiento real anual del medio circulante ha sido positiva a partir de abril de 1996. Este comportamiento es atribuible, principalmente, a la recuperación de las cuentas de cheques en moneda nacional, las cuales empezaron a mostrar una tasa de crecimiento real anual positiva también a partir de dicho mes. De hecho, las cuentas de cheques en moneda nacional crecieron 18.5 por ciento en términos reales en julio de 1997 respecto del mismo mes del año anterior. Esto último, en conjunción con el crecimiento real en ese periodo de los billetes y monedas en poder del público (de 11 por ciento) y el de las cuentas de cheques en moneda extranjera (de 27.4 por ciento), dan por resultado un crecimiento real anual del medio circulante de 17.2 por ciento al cierre de julio (ver gráfica 50).



El crecimiento mostrado por las cuentas de cheques en moneda nacional a partir del segundo trimestre de 1996, es atribuible a los factores siguientes:

- i) El diferencial entre el rendimiento de los instrumentos de corto plazo y el de las cuentas de cheques en moneda nacional ha continuado reduciéndose. Dicho diferencial ha pasado de 16 puntos porcentuales en promedio para 1996 a 10.4 puntos en junio de 1997 (ver gráfica 51).
- ii) La favorable evolución, mostrada, durante el periodo de referencia, por el crecimiento económico, el empleo y el ingreso disponible de las personas.
- iii) El crecimiento continuo de los saldos de las cuentas de cheques de las empresas (ver cuadro 26), que, a su vez, responde a la recuperación económica y al paulatino saneamiento observado en las finanzas de las firmas durante los últimos dos años.



CUADRO 26
CUENTAS DE CHEQUES EN MONEDA NACIONAL
Tasas de crecimiento real anual

| | 1995 | 1 9 9 6 | | | | 1 9 9 7 | | |
|--------------|-------|---------|------|------|------|---------|------|-------|
| | Dic. | Mar. | Jun. | Sep. | Dic. | Mar. | Jun. | Jul. |
| TOTAL | -37.8 | -5.6 | 12.2 | 17.7 | 18.6 | 19.0 | 20.6 | 18.5 |
| Empresas | -30.6 | 20.4 | 31.0 | 37.9 | 31.8 | 34.1 | 36.0 | 39.1 |
| Particulares | -43.9 | -19.8 | -0.2 | 3.8 | 8.9 | 4.9 | 8.4 | 3.9 |
| Otros 1/ | 17.5 | -23.5 | 15.0 | 28.9 | 21.6 | 26.0 | 12.4 | -12.1 |

1/ Incluye: Gobierno Federal, gobiernos estatales y municipales, organismos y empresas públicas, e intermediarios financieros no bancarios. El saldo de estos conceptos representa alrededor del 4 por ciento del saldo total de las cuentas de cheques en moneda nacional.

Agregados Monetarios Amplios

El agregado monetario M2 es resultado de la suma del medio circulante (M1) y del saldo de los instrumentos bancarios a plazo menor de un año. En el agregado monetario M3 se incluye, además de los rubros contenidos en M2, el saldo de los instrumentos no bancarios (principalmente valores gubernamentales) a plazo menor de un año. Por último, en el agregado monetario más amplio, M4, se adiciona, a M3, el saldo de todos los instrumentos a plazo mayor de un año (bancarios, públicos y privados) y los fondos correspondientes al Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR).

CUADRO 27
AGREGADOS MONETARIOS M1, M2, M3 Y M4
 Miles de millones de pesos

| | SALDOS | | | | FLUJOS | | Var. % real de los saldos |
|---|--------------|----------------|----------------|----------------|-------------------------|-------------------------|------------------------------------|
| | Dic. 95 | Jul. 96 | Dic. 96 | Jul. 97 | Jul. 96 a Jul. 97 | Dic. 96 a Jul. 97 | |
| 1. Billetes y monedas en poder del público | 60.7 | 55.5 | 74.1 | 73.8 | 18.3 | -0.3 | 11.0 |
| 2. Cuenta de cheques | 104.7 | 125.7 | 158.6 | 180.4 | 54.7 | 21.8 | 19.9 |
| 3. M1=(1+2) | 165.4 | 181.2 | 232.7 | 254.2 | 73.0 | 21.5 | 17.2 |
| 4. Instrumentos bancarios a plazo de hasta 1 año | 451.5 | 513.4 | 558.1 | 641.8 | 128.4 | 83.7 | 4.4 |
| 5. M2=(3+4) | 616.9 | 694.6 | 790.8 | 896.0 | 201.4 | 105.2 | 7.8 |
| 6. Instrumentos no bancarios a plazo de hasta 1 año | 75.8 | 94.5 | 118.4 | 196.0 | 101.5 | 77.6 | 73.3 |
| 7. M3=(5+6) | 692.7 | 789.1 | 909.2 | 1,092.0 | 302.9 | 182.8 | 15.6 |
| 8. Instrumentos bancarios y no bancarios a plazo mayor de 1 año | 138.9 | 150.7 | 166.2 | 184.3 | 33.6 | 18.1 | 2.2 |
| 9. SAR | 48.4 | 70.5 | 79.3 | 107.7 | 37.2 | 28.4 | 27.7 |
| 10. M4=(7+8) | 880.0 | 1,010.3 | 1,154.7 | 1,384.0 | 373.7 | 229.3 | 14.4 |

De diciembre de 1996 a julio de 1997, prácticamente todos los rubros que integran los diferentes agregados monetarios mostraron una tasa de crecimiento real anual positiva³⁵ (ver cuadro 27). En ese periodo, el

³⁵La excepción fueron los billetes y monedas en el público, los cuales se contrajeron 0.3 m.m.p. por factores estacionales.

componente más dinámico del agregado monetario M4 fue el de los instrumentos no bancarios a plazo de hasta un año. Este agregado está conformado primordialmente por valores gubernamentales de corto y mediano plazo (en particular Cetes). El crecimiento de dicho rubro se explica fundamentalmente por las ventas de esos títulos que el instituto central ha venido efectuando con el propósito de neutralizar el impacto monetario de la acumulación de activos internacionales netos. La tasa de crecimiento real anual de los instrumentos no bancarios a plazo de hasta un año alcanzó 73.3 por ciento al cierre de julio de 1997.

El otro componente de M4 que mostró una expansión importante fueron los fondos del SAR. La participación de este renglón en dicho agregado se elevó, de 5.5 por ciento en diciembre de 1995, a 7.8 por ciento en julio de 1997 (ver cuadro 28).

CUADRO 28
ESTRUCTURA DEL AGREGADO MONETARIO MAS AMPLIO

Por ciento del total

| | Dic. 95 | Jul. 96 | Dic. 96 | Jul. 97 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1. Billetes y monedas en poder del público | 6.9 | 5.5 | 6.4 | 5.3 |
| 2. Cuenta de Cheques | 11.9 | 12.4 | 13.7 | 13.0 |
| 3. M1 - (1+2) | 18.8 | 17.9 | 20.1 | 18.3 |
| 4. Instrumentos bancarios a plazo de hasta 1 año | 51.3 | 50.8 | 48.3 | 46.4 |
| 5. M2 - (3+4) | 70.1 | 68.7 | 68.4 | 64.7 |
| 6. Instrumentos no bancarios a plazo de hasta 1 año | 8.6 | 9.4 | 10.3 | 14.2 |
| 7. M3 - (5+6) | 78.7 | 78.1 | 78.7 | 78.9 |
| 8. Instrumentos bancarios y no bancarios a plazo mayor de un año | 15.8 | 14.9 | 14.4 | 13.3 |
| 9. Fondos del SAR | 5.5 | 7.0 | 6.9 | 7.8 |
| 10. M4 - (7+8) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

En los primeros siete meses de 1997, el crecimiento de M4 estuvo determinado principalmente por la evolución de las tenencias de instrumentos financieros en manos de residentes en el país, que tuvieron un crecimiento real de 16.4 por ciento (ver cuadro 29). Las tenencias de residentes en el extranjero se contrajeron 10.2 por ciento en términos reales en el periodo aludido. Este resultado coincide en lo general con lo consignado en la balanza de capitales correspondiente al primer semestre de 1997. En ésta se indica que, en el periodo referido, las entradas de capitales al país se han producido en forma mayoritaria a través de la inversión extranjera directa, de la adquisición de acciones en bolsa y del endeudamiento en el extranjero del sector privado, mas no a través de la inversión de residentes en el exterior en instrumentos de deuda denominados en moneda nacional.

CUADRO 29
AGREGADO MONETARIO AMPLIO (M4)

Miles de millones de pesos

| | SALDOS | | | | FLUJOS | | Var. % real de los saldos |
|---|--------------|--------------|----------------|----------------|-------------------|-------------------|---------------------------|
| | Dic. 95 | Jul. 96 | Dic. 96 | Jul. 97 | Jul. 96 a Jul. 97 | Dic. 96 a Jul. 97 | Jul. 97/Jul. 96 |
| | M4 | 880.0 | 1,010.3 | 1,154.7 | 1,384.0 | 373.7 | 229.3 |
| Billetes y monedas | 60.7 | 55.5 | 74.1 | 73.8 | 18.3 | -0.3 | 11.0 |
| Captación bancaria | 643.1 | 740.5 | 834.3 | 944.3 | 203.8 | 110.0 | 6.6 |
| Valores del gobierno | 104.6 | 122.2 | 146.3 | 223.0 | 100.8 | 76.7 | 52.4 |
| Captación no bancaria | 23.2 | 21.6 | 20.7 | 35.2 | 13.6 | 14.5 | 35.7 |
| Fondos del SAR | 48.4 | 70.5 | 79.3 | 107.7 | 37.2 | 28.4 | 27.7 |
| M4 en poder de residentes del país | 794.6 | 936.5 | 1,068.7 | 1,304.7 | 368.2 | 236.0 | 16.4 |
| M4 en poder de residentes del ext. | 85.4 | 73.8 | 86.0 | 79.3 | 5.5 | -6.7 | -10.2 |

Financiamiento Interno Total de la Banca Comercial

De julio de 1996 al mismo mes de 1997, el saldo del financiamiento interno total otorgado por la banca comercial se redujo en 8.1 por ciento en términos reales (ver cuadro 30). En el concepto anterior se incluyen el crédito de la banca comercial al sector no bancario, la cartera cedida³⁶ por la banca a FOBAPROA y la traspasada a los fideicomisos creados al amparo del programa de reestructuraciones de créditos en UDIs.

CUADRO 30

FINANCIAMIENTO INTERNO CANALIZADO POR LA BANCA COMERCIAL AL SECTOR NO BANCARIO ^{1/}
Miles de millones de pesos

| | SALDOS | | | | FLUJOS | | Var. % real de los saldos |
|--|---------|---------|---------|---------|-------------------|-------------------|---------------------------|
| | Dic. 95 | Jul. 96 | Dic. 96 | Jul. 97 | Jul. 96 a Jul. 97 | Dic. 96 a Jul. 97 | Jul. 97/Jul. 96 |
| | | | | | | | |

³⁶Se dice "cartera cedida" en beneficio de la concisión del lenguaje. En términos precisos debiera decirse "la cartera cedida a fideicomisos de los cuales FOBAPROA es fideicomisario".

| | | | | | | | |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| FINANCIAMIENTO INTERNO TOTAL | 810.4 | 853.3 | 909.7 | 939.1 | 85.8 | 29.4 | -8.1 |
| 1. AL SECTOR NO BANCARIO | 646.8 | 561.4 | 529.8 | 499.9 | -61.5 | -29.9 | -25.6 |
| 1.a Sector privado 2/ | 618.6 | 550.2 | 510.8 | 477.4 | -72.8 | -33.4 | -27.5 |
| 1.b Estados y municipios | 6.0 | 2.6 | 4.5 | 4.2 | 1.6 | -0.3 | 32.2 |
| 1.c Sector público no financiero | 22.2 | 8.6 | 14.5 | 18.3 | 9.7 | 3.8 | 78.4 |
| 2. TÍTULOS A CARGO DE FOBAPROA 3/ | 69.3 | 121.8 | 176.6 | 239.5 | 117.7 | 62.9 | 64.3 |
| 3. CETES ESPECIALES (REESTRUCTURAS EN UDIs) 4/ | 94.3 | 170.1 | 203.3 | 199.7 | 29.6 | -3.6 | -1.9 |
| 3.a Por cartera traspasada del sector privado | 76.0 | 145.2 | 175.7 | 171.6 | 26.4 | -4.1 | -1.3 |
| 3.b Por cartera traspasada de estados y municipios | 18.3 | 24.9 | 27.6 | 28.1 | 3.2 | 0.5 | -5.9 |
| MEMORÁNDUM | | | | | | | |
| 4. FINANCIAMIENTO TOTAL AL SECTOR PRIVADO (1.a +2 +3.a) 5/ | 763.9 | 817.2 | 863.1 | 888.5 | 71.3 | 25.4 | -9.2 |
| 5. FINANCIAMIENTO TOTAL A ESTADOS Y MUNICIPIOS (1.b +3.b) 5/ | 24.3 | 27.5 | 32.1 | 32.3 | 4.8 | 0.2 | -2.3 |

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.

En la caída de los saldos reales del financiamiento interno total otorgado por la banca comercial se han conjugado factores tanto de demanda como de oferta.

Factores de Demanda

La propia contracción de la demanda de crédito por parte de algunos agentes económicos ha contribuido a la caída del financiamiento interno total de la banca comercial canalizado al sector privado. Las principales razones de lo anterior son las siguientes: a) el nivel de endeudamiento de un número significativo de personas y empresas es todavía elevado, lo cual ha limitado su capacidad para asumir compromisos crediticios adicionales; b) el bajo nivel de salario real, a pesar de algunas recuperaciones en 1997; y c) las tasas activas de la banca del país continúan siendo altas, a pesar de que han venido disminuyendo. A estas razones debe agregarse que la abundante liquidez existente en los mercados financieros internacionales, combinada con el elevado nivel de las tasas activas, han generado incentivos para que múltiples empresas, sobre todo grandes y medianas, contraten deuda en el exterior para liquidar créditos que les había otorgado la banca del país.

Factores de Oferta

La cautela de los bancos para otorgar nuevo crédito, en vista de las malas experiencias habidas, de la limitada capacidad de pago de una parte considerable de los acreditados potenciales y de la falta de seguridad jurídica, especialmente en algunos estados de la república, han limitado la oferta de financiamiento bancario.

Es pertinente mencionar que la reducción en términos reales del financiamiento interno bancario canalizado al sector privado no es del todo malo. La mencionada reducción refleja que los diferentes sectores de la economía han estado abatiendo su sobreendeudamiento, lo cual coadyuva a sentar las bases para una recuperación económica más sólida.

También es importante señalar que ciertos sectores de la economía se han beneficiado de algunas fuentes de financiamiento no bancario. En particular, destaca el crédito otorgado de proveedores del exterior y el otorgado por las matrices de empresas transnacionales a sus filiales mexicanas, las cuales, a su vez, han establecido programas crediticios dirigidos al consumidor final o a sus proveedores locales.

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

Los informes anuales del Banco de México correspondientes a 1995 y 1996 contienen descripciones detalladas de los programas de saneamiento bancario y de apoyo a deudores, que fueron adoptados hasta finales del último año. Esta sección se limita a informar sobre el progreso de dichos programas y a describir las acciones adicionales aplicadas durante 1997.

A. Programas de Apoyo a los Deudores

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

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 el alza de las tasas de interés, especialmente de las nominales, a lo largo de 1995. En el cuadro 31 se muestra el avance del programa referido al cierre de agosto de 1997. Es pertinente señalar que en mayo de 1997 el programa se amplió en 10,000 millones de UDIs, con el objeto de facilitar la reestructuración de créditos empresariales (planta productiva).

CUADRO 31
PROGRAMA UDIs*
 Millones de pesos

| | Monto Reestructurado |
|--------------------|-------------------------|
| Planta Productiva | 55,770 |
| Edos. y Municipios | 17,672 |
| Vivienda | 100,971 |
| Otros** | 149 |
| TOTAL | 174,562 |

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores

* Cifras a agosto de 1997.

** Incluye los créditos reestructurados derivados de créditos a través de tarjetas, ABCD y agropecuarios.

A.2. Programa Complementario de Apoyo para Créditos Hipotecarios

Este programa, puesto en marcha en mayo de 1996, fue diseñado con el objeto de beneficiar a deudores de créditos hipotecarios. Las condiciones para recibir los beneficios del programa han sido que dichos créditos hubiesen sido otorgados con anterioridad al 30 de abril de 1996 y se hubiesen reestructurado en UDIs a más tardar el 30 de septiembre de ese mismo año. Posteriormente, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público resolvió prorrogar, hasta el 31 de diciembre de 1997, el plazo máximo para reestructurar los créditos hipotecarios en UDIs al amparo del programa.

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. El programa aludido incorpora un esquema de descuentos decrecientes a los pagos, aplicable por diez años a partir de 1996.

Cifras de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores a junio de 1997 muestran que el 85.7 por ciento de la totalidad de los créditos hipotecarios se habían adherido al programa señalado.

La totalidad de los créditos reestructurados en UDIs representa el 72 por ciento de la cartera susceptible de entrar en dicho programa.

A.3. Programa de Apoyo al Sector Agropecuario y Pesquero (FINAPE)

Este programa 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 de los EE.UU.A. o UDIs, pero deben haber sido otorgados con anterioridad al 30 de junio de 1996 y haber iniciado los trámites de reestructuración a más tardar 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 del programa consiste en un esquema de descuentos aplicables a los pagos. Esos descuentos tienen 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.

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

Cifras proporcionadas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, correspondientes a mayo de 1997, muestran que, del universo de deudores y cartera susceptibles de participar en el presente programa, se han adherido al mismo el 65.7 por ciento de los deudores, que corresponden al 63.7 por ciento de la cartera.

A.4. Programa de Apoyo a la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (FOPYME)

Este programa proporciona apoyo en adeudos de hasta 6 millones de pesos a cargo de empresas, denominados en moneda nacional, dólares de los EE.UU.A. o UDIs, contratados con anterioridad al 31 de julio de 1996. Este programa se estableció para auxiliar a los deudores que se encontrasen al corriente de sus pagos y aquéllos que hubieran regularizado o reestructurado 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 los concedidos por uniones de crédito, arrendadoras financieras y empresas de factoraje financiero descontados con la banca o con los referidos fideicomisos de fomento.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores resolvió prorrogar el plazo para la reestructuración de créditos al amparo del FOPYME, en aquellos casos en que los trámites de reestructura se hubiesen iniciado a más tardar el 31 de enero de 1997.

El acuerdo contempla descuentos a los pagos de los deudores, siempre y cuando los créditos correspondientes no se hubiesen derivado de líneas de crédito revolventes. Los descuentos se aplican hasta por 10 años, contados a partir del 1º de octubre de 1996. Por su parte, los créditos revolventes reciben descuentos en tasa hasta por dos años. Los costos del programa son absorbidos por la banca y el Gobierno Federal, dependiendo la parte que este último asuma, del monto del financiamiento que la banca otorgue en lo sucesivo a empresas micro, pequeñas y medianas.

Cifras a mayo de 1997 muestran que del universo de deudores y cartera susceptibles de participar en el presente programa, se habían adherido al mismo el 49.7 por ciento de los deudores, a cuyo cargo está el 58.5 por ciento de la cartera de que se trata.

A.5. Acuerdo de Apoyo Crediticio a los Estados y Municipios

Durante el primer semestre de 1997, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y la Asociación de Banqueros de México A.C. establecieron un acuerdo para favorecer a los estados y municipios con adeudos denominados en UDIs.

Los beneficiarios de este acuerdo son las entidades federativas y municipios, incluyendo sus organismos descentralizados y empresas públicas, que habían reestructurado sus créditos en UDIs (conforme al programa descrito en el inciso A.1). Por virtud del acuerdo, los deudores tendrán la opción de ampliar el plazo de la reestructura hasta por 12 años adicionales.

Las reestructuras a mayores plazos podrán realizarse en alguna de las modalidades siguientes:

- a) Los créditos reestructurados a 8 años, con 2 años como máximo periodo de gracia, se podrán reestructurar a un plazo de 18 años sin plazo de gracia.
- b) Los créditos reestructurados a 5 años, sin plazo de gracia, se podrán reestructurar a un plazo de 15 años sin periodo de gracia.

El principal y los intereses que devenguen los créditos reestructurados se cubrirán mediante un esquema de pagos iguales en UDIs, determinados con base en las tasas de interés convenidas en la reestructura original. Sin embargo, los deudores cuyos créditos reestructurados devenguen una tasa de interés de 9.5 y 8.5 puntos porcentuales, y efectúen un pago anticipado del 20% y 10% respectivamente, podrán acceder a una tasa de interés del 7.5%. Asimismo, los deudores cuyos créditos reestructurados devenguen una tasa de interés de 9.5 puntos porcentuales, podrán acceder a una tasa de 8.5 puntos porcentuales si efectúan un pago anticipado del 10% de sus adeudos.

B. Programas de Saneamiento Bancario

B.1. Programa de Capitalización Temporal (PROCAPTE)

Cinco bancos comerciales recibieron apoyo a través del PROCAPTE. Los créditos otorgados inicialmente al amparo de este programa alcanzaron 7,000 m.p. en junio de 1995. Al cierre de junio de 1996 dicho saldo se había reducido a 2,873 m.p. y sólo dos bancos permanecían adheridos al programa. Al cierre de junio de 1997, ambos bancos habían liquidado ya sus adeudos derivados del programa, por lo que la vigencia de éste terminó.

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 lo siguiente: las instituciones de crédito se comprometen a entregar a un fideicomiso, en el que FOBAPROA es fideicomisario en primer lugar, todos los recursos (los flujos) que se obtengan como consecuencia de la cobranza de créditos de su cartera³⁷. Como contraprestación de lo anterior, el FOBAPROA asume obligaciones a su cargo y a favor de las instituciones, a plazo de 10 años, con garantía del Gobierno Federal³⁸. Al amparo de esta fórmula, FOBAPROA adquiere flujos de créditos debidamente calificados y provisionados por un monto equivalente al doble del capital fresco que los accionistas aporten, o de una vez el capital en caso de

³⁷Las instituciones de crédito conservan la titularidad de los créditos, pero deben entregar el producto de la cobranza al citado fideicomiso.

³⁸Cabe señalar que los créditos originadores de flujos queden registrados fuera del balance del banco, en cuentas de orden, en virtud de que económicamente el riesgo de la cartera es del fideicomiso. Los bancos dan de alta en su balance los títulos a cargo de FOBAPROA que reciben como contraprestación.

que éste provenga de obligaciones subordinadas. Cabe señalar que el referido mecanismo no tiene impacto monetario.

A enero de 1997, doce de los bancos no intervenidos ni en situación especial se habían acogido a este esquema. A julio de este año, el monto de las obligaciones del FOBAPROA que se entregaron como contraprestación de la cartera asciende a 197.9 m.m.p. Esta cifra es menor al total de obligaciones a cargo de FOBAPROA que las instituciones de crédito en su conjunto reportan en sus balances, ya que una fracción de esas obligaciones fueran transferidas a los bancos como parte de otros apoyos otorgados para lograr el saneamiento del sistema financiero.

C. Medidas Adicionales

C.1. Valuación y Venta de Activos

Debido a las características y magnitud de las compras³⁹ de cartera realizadas por FOBAPROA (incluyendo la de los bancos intervenidos), en abril de 1996 se decidió establecer una empresa filial de dicho fideicomiso, Valuación y Venta de Activos (V.V.A.), con el objeto de vender la referida cartera. La primera subasta de venta de activos (y la única que V.V.A. llegó a efectuar) se llevó a cabo en julio de 1997. En esa ocasión se ofrecieron en venta créditos con un valor nominal de 135 millones de pesos, los cuales fueron enajenados a un descuento promedio de 50.5 por ciento. Con el tiempo se advirtió que las funciones de V.V.A. podían ser desempeñadas con ciertas ventajas por el propio FOBAPROA, por lo cual, en agosto último, se decidió la liquidación de dicha empresa.

C.2. Bancos Intervenidos o en Situación Especial

Durante 1997, se transmitieron la red de sucursales de Banco Obrero a Banca Afirme y la de Interestatal a Banco del Atlántico. La transmisión incluyó los depósitos y los bienes inmuebles de tales sucursales.

En junio de 1997, FOBAPROA enajenó a Grupo Financiero Banorte las acciones de Banco del Centro. Por otra parte, las autoridades financieras y FOBAPROA, como resultado del proceso de venta de las acciones de Banpaís, negociaron con Grupo Financiero Banorte la transmisión de tales acciones, una vez que se cumplan diversos términos y condiciones. Asimismo, en agosto pasado, concluyeron las negociaciones con Citibank, N.A., para que ésta, una

³⁹Se habla de adquisición de cartera por facilidad de exposición. En términos jurídicos precisos, lo que FOBAPROA adquiere, de acuerdo a lo explicado en el inciso anterior, son derechos sobre el producto de la cobranza de la cartera de que se trate, la cual es traspasada por el banco respectivo a un fideicomiso que es administrado por el propio banco.

vez que se cumplan ciertos términos acordados, adquiera las acciones del Banco Conía. También se ha llegado a un acuerdo para que el Grupo Financiero GBM Atlántico adquiera las acciones del Banco del Sureste.

Por último, cabe destacar que Banco Capital, Banco Promotor del Norte y Banco Anahuac están intervenidos por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Dichas instituciones serán liquidadas, fusionadas o vendidas a la brevedad posible, según se estime conveniente.

III. CONSIDERACIONES FINALES

Al igual que en años anteriores, el propósito fundamental del programa monetario del Banco de México para 1997 ha sido coadyuvar al abatimiento de la inflación. La perseverancia del banco central en la consecución de este fin se explica no sólo por la obligación de cumplir con la normativa que rige a la institución. También refleja su convicción de que es mediante la lucha contra el alza de los precios, como el instituto emisor puede hacer su mejor contribución al crecimiento económico, a la creación de empleos y a la recuperación del salario real.

La evolución durante ya casi dos años del producto interno bruto, del empleo, de la inflación y de las tasas de interés, confirma que la estrategia adoptada ha sido la idónea. Es cierto que los salarios reales sólo recientemente se han empezado a recuperar. Sin embargo, el avance macroeconómico se ha traducido en una notable mejoría económica para cientos miles de personas que habían perdido el empleo y ahora lo tienen.

La disminución de las presiones inflacionarias ha inducido, a partir de marzo de 1995, una tendencia a la baja de las tasas de interés, interrumpida sólo por retrocesos temporales. El descenso tanto de las tasas de interés nominales, como de las reales, ha sido una de las causas de la recuperación de la inversión y del consumo, principalmente porque ha facilitado el desendeudamiento de las personas y de las empresas.

El mayor gasto interno, en combinación con el persistente dinamismo que han mostrado las exportaciones de bienes y servicios, ha dado lugar a una rápida recuperación económica y a un mayor nivel de empleo. Esto no quiere decir, en forma alguna, que se haya superado la pobreza ancestral, que continúa siendo por demás extendida. Sin embargo, es posible afirmar que los problemas más serios causados por la crisis, sin haber desaparecido en su totalidad, se han venido remontando gradual, pero firmemente.

En materia monetaria, es imprescindible que prosiga la lucha contra la inflación. Una de las principales lecciones que se derivan tanto de la experiencia internacional, como de la propia, es que una política monetaria expansiva carece de capacidad para estimular el crecimiento y el empleo, salvo en condiciones muy especiales que no son las presentes en nuestro país. Históricamente, los periodos de crecimiento rápido y prolongado del PIB han estado asociados a una inflación baja. Cuando se ha buscado acelerar el crecimiento y aumentar el empleo mediante la adopción de políticas expansivas, el efecto positivo, acaso logrado, ha sido efímero. El único resultado duradero de tal proceder ha sido más inflación y a la postre recesión.

En otras palabras, no existe una relación positiva y estable entre inflación y empleo susceptible de ser explotada para mejorar el desempeño de la

economía. Si fuera posible aumentar la producción y el empleo en forma sostenible a través de la adopción de políticas expansivas, el problema del crecimiento económico sería de muy fácil solución. Pero el aumento de la producción y el empleo depende en última instancia de la disponibilidad de recursos reales, y esta disponibilidad no puede ser aumentada por vía del simple expediente de expandir la circulación de billetes y monedas.

Finanzas públicas deficitarias tampoco ayudarían a la recuperación. Lo más probable es que la retardaran. Una consideración muy importante sobre el particular, que con frecuencia pasa inadvertida, es que el financiamiento de un déficit presupuestal - ya sea causado por mayor gasto público o por reducción de impuestos - implica, por necesidad, que alguien en el país gaste menos, salvo que se recurra al endeudamiento externo. Esto sucede porque el déficit fiscal se financia con recursos provenientes del mercado financiero nacional. En tal situación, el gobierno compite con el sector privado por el financiamiento disponible. En virtud del alza de tasas de interés que tal acción genera, hay empresarios y consumidores que se ven precisados a dejar de efectuar gastos en inversión o en consumo. En estas condiciones, el surgimiento o incremento del déficit fiscal no tiene la virtud de aumentar la demanda agregada.

A la luz de las consideraciones apuntadas, la conclusión es que la política fiscal no debe relajarse, como a veces se propone, a fin de supuestamente estimular el crecimiento económico. Conviene que la política fiscal se siga enfocando, como lo ha venido haciendo, a promover una recuperación sostenible a través del mantenimiento de finanzas públicas sanas, y que se siga afinando la orientación del gasto de manera que produzca la mejor combinación posible de beneficios económicos y sociales.

Es oportuno enfatizar que una política monetaria antiinflacionaria es un elemento necesario, aunque no suficiente, para obtener el mejor resultado de la lucha contra la elevación de los precios. Otros aspectos de la política económica, entre ellos el fiscal, el comercial y el salarial, deben también estar enfocados al objetivo común de disminuir la inflación. De no existir tal coordinación entre los distintos aspectos de la política económica, el proceso de estabilización de los precios puede ser menos efectivo y llegar a generar trastornos innecesarios a la actividad económica.

El Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1997-2000 (PRONAFIDE), publicado por el Ejecutivo Federal el pasado junio, constituye una significativa aportación para la conducción de la política económica del país a mediano plazo. El marco macroeconómico que presenta es de gran utilidad, debido a que: a) hace resaltar la conveniencia de considerar horizontes más amplios al planear y ejecutar la política económica; b) facilita la formación de expectativas positivas en el público; y c) promueve la coordinación de los diferentes aspectos de la política económica, la cual es

indispensable para alcanzar los objetivos adoptados de la manera más eficiente posible.

El PRONAFIDE presenta una proyección sobre la marcha de la inflación en el periodo 1997-2000. Ese documento señala que, en circunstancias apropiadas, podrían establecerse metas de inflación inferiores a las consignadas en la citada proyección. El Banco de México estima factible lograr tasas inflacionarias menores a las señaladas en el PRONAFIDE, lo cual adelantaría los beneficios que la estabilización trae consigo.

Una economía en que existan amplias oportunidades de inversión, así como credibilidad y confianza en sus políticas e instituciones, recibirá flujos de recursos externos que causarán inevitablemente (a menos que el banco central los adquiera en su totalidad) déficit en su cuenta corriente.

Los flujos internacionales de capital -- que responden predominantemente a diferencias en las tasas de rentabilidad -- ocurren por lo general de países con abundancia relativa de ese factor hacia aquellos donde es escaso, generando un superávit en la cuenta de capital en los países destinatarios. Ahora bien, como es evidente, no es la moneda extranjera misma la que aumenta la capacidad de producción del país que la recibe. Lo que sirve para aumentar esa capacidad es la utilización de la moneda extranjera en la compra de bienes y servicios en el exterior, que en el país no son obtenibles del todo o no lo son en las cantidades requeridas. Es por esta razón que el superávit de la balanza de capitales se traduce necesariamente en déficit de la cuenta corriente, salvo que el banco central adquiera todas las divisas provenientes de la inversión extranjera o de la repatriación de capital. Sin embargo, si el instituto emisor lleva a cabo tal acción, el país no contará con recursos reales adicionales para expandir su planta productiva.

No obstante lo anteriormente explicado, 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 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. Este tiende a traducirse en tasas de interés superiores a las que existirían en su ausencia, en detrimento del desarrollo económico. Lo que es más, tal nerviosismo puede, eventualmente, desencadenar crisis financieras. Por esta razón, es prudente procurar que el déficit de cuenta corriente no llegue a ser una proporción muy elevada del PIB. Quizá la fórmula más eficaz para contener el aumento del déficit en cuenta corriente sea la generación de un superávit fiscal. De esta manera, es posible que el banco central adquiera divisas provenientes de la inversión extranjera sin tener que captar recursos en pesos en el mercado de dinero para esterilizar el efecto monetario de tal adquisición. La esterilización se logra a través del

depósito del superávit fiscal en el instituto emisor. Mediante esta fórmula no se presionan las tasas de interés.

A pesar de los beneficios que en general resultan de la captación de ahorro externo, es justificado el recelo que despierta la inversión extranjera, cuando ésta es de corto plazo. La razón es que la dirección del flujo puede cambiar de manera súbita. Respecto de este fundado recelo, es de señalarse que una defensa contra el desarrollo de esas corrientes de capital 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 obtenible por quienes las hacen, en virtud del 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.

La inversión extranjera en instrumentos representativos de deuda denominados en pesos disminuyó a lo largo de 1995 y 1996 y, a pesar de que se ha incrementado ligeramente en 1997, su monto total es relativamente modesto en la actualidad (el acervo ha fluctuado desde enero de 1996 entre montos que van de 3,000 a 4,000 millones de dólares; en la actualidad, el saldo asciende a 4,000 millones de dólares, aproximadamente).

A pesar de lo anterior, no se puede descartar la posibilidad de que, aún en un régimen de flotación, los ingresos de capital de muy corto plazo puedan inducir fluctuaciones considerables del tipo de cambio, que no causan sino perjuicio a la actividad económica.

En respuesta a lo anterior, entre otras razones, es que el Banco de México está anunciando a través de este documento la posibilidad de uso del "largo". Dentro del régimen monetario actual, este es el instrumento más idóneo para, en su caso, influir sobre los flujos de capital a corto plazo y, así, evitar o atenuar apreciaciones del tipo de cambio que puedan resultar transitorias. Es de advertir, sin embargo, que el instituto central solo utilizará el "largo" en caso de que la acción que emprenda no comprometa el cumplimiento de su mandato constitucional de procurar el abatimiento sostenible de la inflación.

* * *

No sobra reiterar que el crecimiento a largo plazo de la economía 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 global. De manera paralela, se necesita aumentar la tasa de ahorro. En México, esto último habrá de ser propiciado por un ambiente macroeconómico estable, por la reforma al sistema de pensiones y por instituciones financieras mejor calificadas para canalizar dicho ahorro hacia usos productivos. Para lograr el desarrollo económico es importante, asimismo, contar con mercados tanto de bienes, como de factores de la

producción, sujetos a mayor competencia. También es toral disponer de una infraestructura más amplia, que permita la interacción eficiente entre compradores y vendedores y que, a la vez, reduzca los costos de transporte tanto de insumos como de productos. El desarrollo económico depende también en forma determinante de la procuración eficaz de justicia, condición indispensable para el buen funcionamiento de una economía de mercado. En síntesis, es menester continuar y mejorar la tarea de modernización ya iniciada.